

332.6
Yul
p. c1

PENGUJIAN ANOMALI *WINNER - LOSER*
DI BURSA EFEK JAKARTA



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Disusun oleh :

**ENNY YULIANAWATI
NIM. C 4A000031**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**



Sertifikat

Saya, Enny Yulianawati, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya berada di pundak saya

Enny Yulianawati

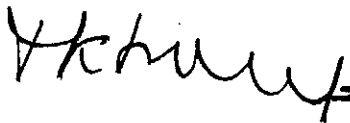
5 Februari 2003

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang berjudul:
PENGUJIAN ANOMALI *WINNER-LOSER*
DI BURSA EFEK JAKARTA

Yang disusun oleh Enny Yulianawati, NIM C4A000031
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 5 Februari 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. M. Kholiq Mahfud, MS

Pembimbing Anggota



Drs. Basuki Hadiprajitno, MBA, M Acc, Akt

Semarang 5 Februari 2003
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof.Dr. Suyudi Mangunwihardjo

*Tak satu pun disunia ini yang dapat
menggantikan ketekunan.*

*Bakat tidak : Orang berbakat yang tidak berhasil
banyak dijumpai.*

*Genius tidak : Kegeniusan yang dipendam saja
hanyalah omong kosong belaka.*

*Pendidikan tidak: Dunia ini sudah penuh dengan
gelandangan berijazah sarjana.*

*Hanya ketekunan dan kebulatan tekad
yang menentukan.*

Calvin Coolidge

*Dedicated to:
Lord Jesus and My Family
(Papi, Mami, Koh Denny, So Ester, Cia, Dinand, Dodo)*

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	278 / I / MM / ej
gl.	06 / 11 03

ABSTRACT

The stock market is said to be efficient if the security prices have reflected all the relevant and available information. In recent years, however, more attention is focused on the over-reacted market in responding either good news or bad news current information. This over-reacted phenomenon is a manifestation of inefficient market.

Some new studies towards stock prices behavior have found some anomalies on the stock market. One of the anomalies against the market efficiency is the winner-loser anomaly.

Debondt and Thaler (1985) stated that the cause of winner-loser anomaly is the over-reacted market, where the market tends to determine over valued stock as a reaction towards "good news", on the contrary, they will determine under valued stock as a reaction for "bad news". The phenomenon turns back when the market realizes that they have over-reacted. This reversal is shown by stocks which at first gave the positive return (winner) or negative (loser) will experience the reversal in the next periods. It means that investors who bought the loser-stocks and selling that stocks when they were the winner would obtain abnormal return.

This article is to examine the existence of winner-loser anomaly in Jakarta Stock Exchange using market adjusted abnormal return. The data used are those of the monthly stock prices in the period of 1995-2000. The formation and test period used is three months overlapping.

The result obtained does not find any winner-loser anomaly in Jakarta Stock Exchange. In the test period there is no symmetric reversal. Thus, the contrarian investment strategy can not be applied in Jakarta Stock Exchange.

ABSTRAKSI

Secara informasional, pasar modal dikatakan efisien apabila harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan. Namun demikian, tahun-tahun belakangan ini banyak perhatian ditujukan pada kecenderungan reaksi pasar yang berlebihan dalam merespon informasi baru yang baik (*good news*) maupun yang tak baik (*bad news*). Fenomena reaksi berlebihan ini merupakan suatu manifestasi dari ketidakefisienan pasar.

Beberapa studi baru terhadap perilaku harga saham menemukan adanya anomali pada pasar modal. Salah satu anomali yang bertentangan dengan efisiensi pasar adalah anomali *winner-loser*.

Debondt dan Thaler (1985) menyatakan bahwa penyebab anomali *winner-loser* ini adalah overreaksi pasar, dimana para pelaku pasar cenderung menetapkan harga saham terlalu tinggi sebagai reaksi terhadap berita yang dinilai "baik", sebaliknya mereka akan memberikan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar "buruk". Fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan. Pembalikan ini ditunjukkan oleh saham-saham yang pada mulanya memberikan return positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan pada periode-periode berikutnya, sehingga investor yang membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham tersebut saat menjadi *winner* akan memperoleh *abnormal return*.

Tulisan ini menguji adanya anomali *winner-loser* pada Bursa Efek Jakarta, dengan menggunakan *market adjusted abnormal return*, data yang digunakan adalah data harga saham bulanan selama periode 1995-2000, periode formasi dan uji yang dipakai adalah 3 bulan overlapping.

Hasil yang diperoleh tidak ditemukan anomali *winner-loser* ini di Bursa Efek Jakarta. Pada periode pengujian tidak terlihat adanya pembalikan yang simetri dengan demikian strategi investasi *contrarian* tidak dapat diterapkan di Bursa Efek Jakarta.

Kata Pengantar

Puji Syukur kepada Tuhan Yang Maha Pengasih dan Penyayang yang telah melimpahkan rahmat dan berkatnya kepada penulis dalam proses pembuatan tesis ini, penulis telah banyak memperoleh bantuan dari berbagai pihak berupa dorongan, bimbingan, maupun saran-saran yang sangat besar artinya bagi penulis tesis ini. Oleh karena dengan ketulusan serta kerendahan hati, penulis mengucapkan terimakasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Direktur program pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ijin penelitian.
2. Bapak Drs. M. Kholiq Mahfud, MS selaku dosen pembimbing utama yang telah banyak membantu dan membimbing dalam penulisan tesis ini.
3. Bapak Drs. Basuki Hadiprajitno, MBA, M Acc, Akt, selaku pembimbing anggota yang telah banyak membantu dan membimbing dalam penulisan tesis ini.
4. Bapak dan Ibu dosen pengampu mata kuliah pada program studi Magister Manajemen, Universitas Diponegoro.
5. Kedua orang tua, kakak, Om & Iik, adik-adik (stevie dan jefri), yang selalu mendoakan dan memberikan dorongan, semangat serta bantuan baik materiil maupun imateriil.

6. Rekan-rekan mahasiswa, Magister Manajemen angkatan XIII dan teman-teman yang lain (Jonathan, Ika, Samuel, Suryo & Leni, Tedi & Siu Lin, Hong & Lia, Ninik, Titin, Yuli) atas doa, dorongan, maupun segala bentuk bantuannya.
7. Semua pihak yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu yang telah membantu terselesaikannya tesis ini.

Penulis sangat menyadari bahwa baik dalam penyampaian, penyajian, maupun, pembahasan materi, tesis ini masih belum sempurna. Namun penulis berharap semoga tulisan ini tetap akan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Atas semua pertanyaan dan kritik membangun yang disampaikan selama proses penyusunan tesis ini, penulis sungguh menyampaikan rasa terimakasih, akhirnya dengan segala kerendahan hati, penulis berharap semoga tulisan ini disertai dengan segala kekurangannya, benar-benar dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Semarang, 5 Februari 2003

Enny Yulianawati

C4A000031

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Lampiran	xiv
BAB I Pendahuluan	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	8
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian	9
BAB II Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Penelitian	11
2.1. Telaah Pustaka	11
2.1.1. Konsep Efisiensi Pasar Modal	11
2.1.2. Bentuk Efisiensi Pasar Modal	13
2.1.3. Implikasi Pasar yang Efisien	14
2.1.4. Anomali Pasar	17

2.1.5. Efisiensi Pasar Modal dan Anomali <i>Winner-Loser</i>	19
2.2. Penelitian Terdahulu	20
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis	28
2.3.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	28
2.3.2. Hipotesis	30
2.4. Definisi Operasional Variabel	32
BAB III Metode Penelitian	34
3.1. Jenis Data, Sumber Data, dan Metode Pengumpulan Data	34
3.2. Populasi dan Sampel	34
3.3. Tehnik Analisis	35
3.3.1. Pembentukan Saham-saham <i>Winner</i> dan <i>Loser</i> pada Periode Formasi	35
3.3.2. Periode Pengujian	37
3.3.3. Uji Hipotesis	39
BAB IV Hasil dan Pembahasan	41
4.1. Pelaku Saham <i>Winner</i> dan Saham <i>Loser</i> pada Periode Penelitian (Desember 1995 – Desember 2000)	41
4.1.1. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi <i>Top ten Abnormal</i> <i>return Winner</i> dengan Frekuensi Tertinggi	41
4.1.2. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi <i>Top ten Abnormal</i> <i>return Loser</i> dengan Frekuensi Tertinggi	43
4.2. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> pada Periode Formasi dan Periode Pengujian	46

4.2.1. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> Saham <i>Loser</i> pada Periode Formasi dan Periode Pengujian	46
4.2.2. Hasil Uji Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> Saham <i>Loser</i> Periode Formasi dan Periode Pengujian	48
4.2.3. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> Saham <i>Winner</i> pada Periode Formasi dan Periode Pengujian	49
4.2.4. Hasil Uji Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> Saham <i>Winner</i> Periode Formasi dan Periode Pengujian	51
4.2.5. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> Saham <i>Loser-Winner</i> pada Periode Formasi dan Periode Pengujian	52
4.2.6. Hasil Uji Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return</i> Saham <i>Loser-Winner</i> Periode Formasi dan Periode Pengujian	54
4.3. Hasil Pengujian Eksistensi Anomali <i>Winner-Loser</i>	55
4.3.1. Hasil Perhitungan <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Loser</i>	56
4.3.2. Hasil Perhitungan <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Winner</i>	56
4.3.3. Hasil Perhitungan <i>Abnormal Return</i> Saham <i>Loser-Winner</i>	57
BAB V Simpulan dan Implikasi Kebijakan	61
5.1. Simpulan	61
5.2. Implikasi dan Kebijakan	62
5.3. Keterbatasan Penelitian	63
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	63

Daftar Pustaka	65
Daftar Riwayat Hidup	68

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Perkembangan BEJ 1988-1998	5
Tabel 2.1. Penelitian-penelitian terdahulu	25
Tabel 4.1. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi <i>Top ten Abnormal return Winner</i> dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Formasi	41
Tabel 4.2. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi <i>Top ten Abnormal return Winner</i> dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Pengujian	42
Tabel 4.3. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi <i>Top ten Abnormal return Loser</i> dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Formasi.....	43
Tabel 4.4. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi <i>Top ten Abnormal return Loser</i> dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Pengujian	44
Tabel 4.5. Hasil pengujian T-Test <i>Mean CAAR Loser</i>	47
Tabel 4.6. Hasil Pengujian Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return Saham Loser</i>	48
Tabel 4.7. Hasil pengujian T-Test <i>Mean CAAR Winner</i>	50
Tabel 4.8. Hasil Pengujian Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return Saham Winner</i>	51
Tabel 4.9. Hasil pengujian T-Test <i>Mean CAAR Loser - Winner</i>	53
Tabel 4.10. Hasil Pengujian Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata <i>Abnormal return Saham Loser-Winner</i> Periode Formasi dan Periode Pengujian	54
Tabel 4.11. <i>Abnormal return</i> Kumulatif pada Periode Formasi dan Pengujian.....	55

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Model Kerangka Pemikiran Teoritis	30

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Pelaku Saham dan Top Ten <i>Abnormal Return Winner</i> pada Periode Formasi	i
Lampiran 2 Pelaku Saham dan Top Ten <i>Abnormal Return Winner</i> pada Periode Pengujian	iv
Lampiran 3 Pelaku Saham dan Top Ten <i>Abnormal Return Loser</i> pada Periode Formasi	vii
Lampiran 4 Pelaku Saham dan Top Ten <i>Abnormal Return Loser</i> pada Periode Pengujian	x
Lampiran 5 Tabulasi Data <i>Abnormal Return Winner-Loser</i>	xiii
Lampiran 6 Hasil Perhitungan T-Test	xv
Lampiran 7 Uji Normalitas Data	xix
Lampiran 8 Tabel Periode Formasi dan Periode Pengujian	xxxviii

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Hipotesis efisiensi pasar modal pada dasarnya berkenaan dengan reaksi pasar terhadap informasi baru. Secara umum dapat dikatakan bahwa pasar yang efisien akan segera bereaksi secara cepat terhadap informasi, sehingga tidak dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return*. Hipotesis efisiensi pasar modal dalam bentuk lemah menyatakan bahwa harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lampau. Dalam keadaan ini pemodal tidak bisa memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi harga di waktu yang lampau.

Hipotesis efisiensi pasar modal, yang oleh Fama (1970) dikategorikan dalam bentuk lemah, setengah kuat, dan kuat, telah menjadi suatu dalil yang diterima di bidang keuangan. Namun selama tahun-tahun terakhir, banyak tulisan dan penelitian yang menyebutkan tentang adanya anomali pada pasar modal. Menurut Jones (1996 : 282), anomali pasar merupakan tehnik atau strategi yang menunjukkan hal yang bertentangan dengan konsep efisiensi pasar. Beberapa anomali yang dikenal antara lain : *P/E effect*, *January effect*, *neglected firm effect*, *size effect*, *day-of-the-week pattern*, dan *winner-loser anomaly*.

Winner-loser anomaly adalah salah satu anomali yang bertentangan dengan efisiensi pasar modal terutama dalam bentuk lemah. *Winner-loser anomaly* (*reversal effect*, *market overreaction*) merupakan salah satu anomali

yang akhir-akhir ini banyak diperdebatkan. *Market overreaction hypothesis* menyatakan bahwa saham-saham yang memiliki *abnormal return* rendah (*loser*) pada periode waktu akan mengalami pembalikan *return* pada periode berikutnya, dan saham-saham yang memiliki *abnormal return* tinggi (*winner*), cenderung untuk memburuk pada periode selanjutnya. Dengan demikian, saham-saham yang pada mulanya merupakan saham *loser* akan mempunyai *abnormal return* yang lebih tinggi dari saham yang pada mulanya merupakan saham *winner*, pada periode selanjutnya (misal, DeBondt dan Thaler, 1985, 1987; Clare dan Thomas, 1995).

Anomali *winner-loser* ini pertama kali dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler, dengan menggunakan data pasar modal Amerika. Dari hasil pengamatan DeBondt dan Thaler ditemukan bahwa saham-saham yang pada mulanya memberikan *return* sangat positif (*winner*) atau sangat negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode-periode berikutnya, sehingga investor yang membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham *winner* akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan. DeBondt dan Thaler (1985, 1987) menggunakan periode pembentukan atau periode formasi selama 3 – 5 tahun dan periode pengujian selama 3 – 5 tahun berikutnya.

DeBondt dan Thaler juga menyatakan bahwa anomali *winner-loser* ini disebabkan oleh reaksi pasar yang berlebihan terhadap informasi (*overreaction hypothesis*), dimana para pelaku pasar akan menetapkan harga saham terlalu tinggi dalam bereaksi terhadap kabar baik (*good news*) dan akan menilai harga saham terlalu rendah dalam bereaksi terhadap kabar buruk (*bad news*). Ketika

pasar menyadari telah bereaksi berlebihan maka harga saham akan berbalik, sehingga saham yang masuk kategori *winner* akan turun nilainya, dan saham-saham *loser* akan naik nilainya.

Adanya anomali *winner-loser* yang sama seperti hasil penelitian di atas maupun hanya sebagian (pembalikan hanya terjadi pada saham *winner* atau *loser* saja) telah diidentifikasi oleh Rosenberg, Reid, dan Lanstein (1985) dengan periode formasi dan pengujian satu bulan, Howe (1986) dengan periode formasi satu minggu dan periode pengujian sepuluh minggu, Brown dan Harlow (1988) dengan satu sampai enam bulan periode formasi dan periode pengujian sampai tiga bulan, dan Lehman (1990) dengan formasi satu minggu dan periode pengujian enam bulan (dalam Chang, 1995; Warninda, 1998).

Kryzanowski dan Zhang (1992) menggunakan data pasar modal Toronto tidak menemukan perilaku pembalikan rata-rata *return* selama periode pengujian satu dan dua tahun, serta terdapat perilaku pembalikan tetapi tidak signifikan secara statistik untuk periode pengujian tiga sampai sepuluh tahun. Brailsford (1992) tidak menemukan anomali *winner-loser* di pasar modal Australia. Clare dan Thomas (1995) berkesimpulan tentang adanya efek anomali *winner-loser* yang kecil di pasar modal UK. Da Costa (1994) menemukan anomali *winner-loser* di pasar modal Brasil, dengan menggunakan data di Sao Paula Stock Exchange dari Januari 1970 hingga Desember 1989. Huang (1998) menemukan anomali pembalikan harga ini di pasar modal Taiwan meskipun telah disesuaikan dengan ukuran perusahaan.

Kemudian Sartono dan Yarmanto (1996) melakukan penelitian *overreaction* di pasar modal Indonesia. Penelitian *overreaction* yang dilakukan tersebut dengan menggunakan model Damodaran. Tujuan utama penelitian mereka adalah untuk mengukur kecepatan penyesuaian pasar, dan seberapa efektif informasi baru diserap. Hasil penelitiannya menyebutkan Bursa Efek Jakarta telah bereaksi secara berlebihan dalam merespon informasi baru (*overreaction*). Penelitian *overreaction* ini dengan menggunakan koefisien penyesuaian harga (g) yang nilainya terletak diantara interval 0 dan 2. Jika g lebih kecil dari 1 maka pasar dikatakan lambat dalam menyesuaikan diri atau terdapat rentang waktu yang panjang dalam proses penyesuaiannya, sebaliknya jika g lebih besar dari 1 maka pasar bereaksi berlebihan atau *overreaction*, namun jika g sama dengan 1 menunjukkan bahwa informasi baru telah diserap secara sempurna atau penuh dan harga-harga yang terjadi mencerminkan harga-harga yang seharusnya. Berdasarkan penelitian tersebut, dengan ditemukan *overreaction* di pasar modal Indonesia maka berarti terdapat kemungkinan terjadi anomali *winner-loser* di pasar modal Indonesia, sehingga perlu penelitian lebih lanjut tentang anomali ini di pasar modal Indonesia yang merupakan pasar modal yang bertumbuh (*emerging market*) dengan menggunakan data yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta.

Bursa Efek Jakarta mengalami pertumbuhan relatif pesat dari tahun 1988 yang dapat dilihat pada Tabel 1.1. Berdasarkan Tabel ini, telah banyak dilakukan penelitian tentang perkembangan pasar modal di Indonesia. Salah satu bentuknya yaitu dengan pengujian efisiensi pasar modal Indonesia terutama dalam bentuk

lemah. Husnan (1991) melakukan penelitian efisiensi pada Bursa Efek Jakarta. Pengujian dilakukan dengan menguji autokorelasi harga dan tehnik runs test pada 24 saham yang tercatat sebelum deregulasi dilakukan pada tahun 1988. Hasilnya menyatakan BEJ efisien dalam bentuk lemah. Demikian pula Machfoedz & Legowo (1998), dalam penelitiannya mengatakan bahwa Bursa Efek Jakarta telah efisien dalam bentuk lemah. Selanjutnya Danupranata (1997) juga menemukan bahwa BEJ telah efisien dalam bentuk lemah. Namun, Manurung (1997) melakukan penyelidikan terhadap efisiensi bentuk lemah di BEJ untuk periode Januari 1989 sampai dengan Juli 1993, dengan menggunakan tehnik serial korelasi, *run test*, dan *filter test*. Hasilnya memberikan kesimpulan bahwa BEJ belum efisien dalam bentuk lemah.

Tabel 1.1 Perkembangan BEJ 1988 – 1998

Tahun	Volume transaksi (jutaan)	Nilai transaksi (miliar Rp)	IHSG	Kapitalisasi pasar (Triliun Rp)	Jml emiten
1988	7	31	305,120	0,4	24
1989	96	964	399,687	4,3	56
1990	703	7311	417,788	14,2	123
1991	1008	5778	247,390	16,4	139
1992	1706	7953	274,335	24,8	153
1993	3844	19086	588,765	69,3	172
1994	5293	25483	468,640	103,8	217
1995	10646	32358	513,847	152,2	238
1996	29525	75730	637,432	215,0	253
1997	76599	120385	401,712	159,9	282
1998	62147	70163	481,717	203,3	288

Sumber : Statistik Pasar Modal Indonesia, 2000

Walaupun terjadi perbedaan hasil penelitian, namun umumnya dari beberapa penelitian menyatakan bahwa Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk

lemah. Dengan demikian strategi perdagangan yang berdasarkan pada informasi masa lalu tidak dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return*. Jika memang terjadi pembalikan *return* atau *anomali winner-loser* ini di Bursa Efek Jakarta, maka hipotesis pasar efisien bentuk lemah di Bursa Efek Jakarta menjadi tidak benar karena memungkinkan investor untuk melakukan strategi *contrarian* yaitu dengan membeli saham pada waktu menjadi *loser* dan menjualnya pada saat saham tersebut berbalik menjadi *winner*, sehingga investor akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan. Jadi, pada kasus ini investor dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

Penelitian tentang *anomali winner-loser* ini di Indonesia telah dilakukan oleh Warninda dan Asri (1998) dan Susiyanto (1997). Penelitian Warninda dan Asri menemukan adanya pembalikan yang tidak simetri di Bursa Efek Jakarta sehingga implikasinya strategi *contrarian* tidak dapat digunakan oleh investor, sedangkan menurut penelitian Susianto ditemukan adanya *market overreaction* sebagai penyebab gejala pembalikan di Bursa Efek Jakarta konsisten dengan penemuan DeBondt dan Thaler. Perbedaan hasil dari kedua penelitian tersebut membuat penulis tertarik untuk meneliti ada atau tidaknya anomali ini di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta). Pada penelitian ini akan dilakukan replikasi dari kedua penelitian sebelumnya tersebut, namun berbeda dengan penelitian sebelumnya dimana kedua penelitian tersebut dilakukan pada periode penelitian, yaitu masing-masing berurutan 1990-Juni 1997 dan 1994-1996, pada penelitian ini akan diteliti dengan menggunakan periode mulai tahun 1996 (karena melanjutkan penelitian Susianto, 1997) hingga tahun 2000.

Selain itu untuk memperoleh observasi penelitian yang lebih banyak (19 observasi), dan juga guna mendapatkan pola pembalikan *return* saham *winner* dan *loser* yang lebih jelas maka pada penelitian ini akan dilakukan dengan periode formasi dan pengujian lebih pendek, yaitu 3 bulan *overlapping* daripada yang telah dilakukan oleh Warninda dan Asri (6 bulan). Pada penelitian yang dilakukan Warninda dan Asri dipilih masing-masing 30 saham yang mempunyai CAR (*commulative abnormal return*) tertinggi dan terendah yang akan menjadi saham-saham *winner* dan *loser*. Pada penelitian ini sedikit berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Warninda di dalam menentukan saham-saham yang masuk kriteria *winner* dan *loser*. Pada penelitian ini, pembentukan saham *winner* dan *loser* menggunakan metode yang digunakan oleh Zarowin (1990) dan juga seperti yang dilakukan oleh Debondt dan Thaler (1987) karena akan lebih mewakili, dimana yang menjadi saham-saham *loser* yaitu meliputi 20 % saham yang memiliki *abnormal return* terendah dari seluruh jumlah saham yang dipilih pada setiap periode formasi, sebaliknya saham-saham *winner* merupakan 20 % dari seluruh saham yang dipilih pada periode formasi yang memiliki *abnormal return* tertinggi. Dengan metode dan periode yang berbeda maka diharapkan penelitian ini akan menghasilkan sesuatu yang baru dan berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, dimana sekiranya akan memberikan manfaat dan sumbangan bagi ilmu pengetahuan.

1.2. Rumusan Masalah

Pada dua penelitian sebelumnya di Bursa Efek Jakarta terdapat perbedaan hasil penelitian. Warninda dan Asri menemukan gejala pembalikan yang tidak simetri di Bursa Efek Jakarta sehingga implikasinya strategi investasi *contrarian* tidak dapat digunakan oleh investor, sedangkan Susianto menemukan adanya *market overreaction* sebagai penyebab gejala pembalikan di Bursa Efek Jakarta konsisten dengan penemuan DeBondt dan Thaler, maka penelitian ini akan menguji kembali apakah ditemukan pola *anomali winner-loser* di pasar modal Indonesia yang bertentangan dengan hipotesis pasar efisien, dengan melakukan penelitian pada Bursa Efek Jakarta pada periode yang berbeda yaitu Des 1995 - Des 2000, sehingga dapat dirumuskan pertanyaan-pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saham-saham *loser* di periode pengujian?
2. Apakah terdapat perbedaan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi dan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian?
3. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saham-saham *winner* di periode pengujian?
4. Apakah terdapat perbedaan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi dan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian?

5. Apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saham *loser-winner* di periode pengujian?
6. Apakah terdapat perbedaan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi dan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menganalisis adanya *abnormal return* yang signifikan pada saham-saham *loser* di periode pengujian?
2. Menganalisis adanya perbedaan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi dan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian?
3. Menganalisis adanya *abnormal return* yang signifikan pada saham-saham *winner* di periode pengujian?
4. Menganalisis adanya perbedaan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi dan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian?
5. Menganalisis adanya *abnormal return* yang signifikan pada saham *loser-winner* di periode pengujian?

6. Menganalisis adanya perbedaan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi dan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian?

1.3.2. Manfaat Penelitian

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi tambahan informasi kepada investor dalam melakukan strategi investasi *contrarian*, yakni membeli saham pada saat menjadi *loser* dan menjualnya pada saat menjadi *winner* sehingga dapat memperoleh keuntungan abnormal (*abnormal return*)
2. Penelitian ini akan membantu identifikasi ada tidaknya *reversal effect* atau *anomali winner-loser* di Bursa Efek Jakarta, yang merupakan anomali terhadap efisiensi pasar modal. Hasil penelitian ini diharapkan akan memperkaya khasanah ilmu pengetahuan, khususnya studi di bidang keuangan di Indonesia, serta dapat dijadikan landasan untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Konsep Efisiensi Pasar Modal

Konsep pasar yang efisien atau *efficient market hypothesis* (EMH) yang dikemukakan oleh Fama merupakan satu topik bidang keuangan yang menarik. Fama (1970) menyatakan secara sederhana bahwa hipotesis pasar yang efisien adalah harga sekuritas yang mencerminkan semua informasi yang tersedia. Elton dan Gruber mengemukakan suatu tambahan definisi yang lebih realistis dimana dikarenakan pada kenyataannya biaya informasi dan transaksi selalu positif, sehingga perluasan definisi tersebut perlu dilakukan. Definisi pasar yang efisien menurut Elton dan Gruber (1995 : 406) adalah harga sekuritas yang mencerminkan informasi yang tersedia sampai pada batas biaya marginal untuk mendapatkan informasi dan transaksi tidak melebihi keuntungan marginal.

Sedangkan menurut Jones didalam mendefinisikan pasar yang efisien, lebih menekankan pada kecepatan dan ketepatan harga sekuritas dalam mencerminkan informasi yang tersedia. Jones (1996 : 269) secara jelas mendefinisikan pasar yang efisien sebagai pasar dimana harga semua sekuritasnya secara cepat dan tepat mencerminkan informasi-informasi, seperti semua informasi yang sudah diketahui, termasuk informasi masa lalu (misal, *earning* tahun lalu) dan informasi sekarang dan juga kejadian yang sudah diumumkan

tetapi belum dilakukan (seperti *stock split*). Juga informasi-informasi lain yang dianggap beralasan untuk disimpulkan, misalnya jika banyak investor percaya bahwa tingkat bunga akan turun dalam waktu dekat, maka harga akan mencerminkan kepercayaan investor tersebut sebelum penurunan tingkat bunga tersebut benar-benar terjadi

Jika definisi pasar yang efisien yang dikemukakan oleh Jones (1996: 269) menggabungkan faktor ketepatan dan kecepatan informasi tercermin dalam harga sekuritas, maka lain lagi dengan Elton dan Gruber (1995: 437) yang memisahkan antara faktor kecepatan informasi dan ketepatan harapan investor tercermin dalam harga sekuritas. Mereka menyebut "*informational efficiency*" untuk menunjukkan kecepatan informasi tercermin dalam harga sekuritas. Sedangkan untuk ketepatan harga sekuritas dalam mencerminkan harapan investor tentang nilai sekarang dari aliran kas masa yang akan datang, Elton dan Gruber menyebutkan dengan "*marketing rationality*". Jika pasar rasional maka tidak ada perbedaan antara harga sekuritas dengan nilai sekuritas berdasarkan nilai sekarang dari aliran kas dimasa yang akan datang. Pengujian *market overreaction* menurut mereka merupakan satu dari bagian pengujian pasar yang rasional.

Menurut Haugen (1993 : 642) suatu pasar dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas merefleksikan secara benar semua informasi yang tersedia. Semakin cepat pasar modal melakukan reaksi terhadap informasi baru, maka pasar tersebut semakin efisien.

Jogiyanto (2000 : 352) meninjau efisiensi pasar modal dari dua segi yaitu segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari

ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan. Menurutnya pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan *informationally efficient market*, sedang pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasar informasi yang tersedia disebut *decisionally efficient market*.

2.1.2 Bentuk Efisiensi Pasar Modal

Konsep pasar yang efisien yang dikemukakan Fama pada tahun 1970 yang lebih menekankan faktor informasi yang tercermin pada harga sekuritas menghasilkan pembagian tiga kategori efisiensi pasar, yaitu :

1. Efisiensi bentuk lemah (*weak-form efficiency*), yaitu harga-harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Dengan demikian, pada pasar modal yang efisien dalam bentuk lemah, strategi perdagangan berdasarkan *trend* atau hubungan harga historis tidak dapat menghasilkan *abnormal return* bagi investor secara konsisten. Harga-harga saham akan mengikuti *random walk*, artinya tidak ada korelasi antara perubahan harga yang terjadi. Harga-harga sekuritas berfluktuasi secara random dan tidak dapat diprediksi sebelumnya.
2. Efisiensi bentuk setengah kuat (*semi-strong-form efficiency*), yaitu harga sekuritas sudah mencerminkan semua informasi yang terpublikasi. Dengan demikian pada pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat, semua harga sekuritas sudah mencerminkan informasi masa lalu, sekarang, dan masa depan yang bisa diperoleh dari informasi-informasi yang terpublikasi. Para pemodal

tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi publik seperti informasi mengenai penerbitan saham baru, pengumuman laba dan deviden, merger dan akuisisi, dan lain-lain.

3. Efisiensi bentuk kuat (*strong-form efficiency*), yaitu harga-harga sekuritas sudah mencerminkan semua informasi baik itu yang terpublikasi maupun yang tidak terpublikasi. Pada pasar yang efisien dalam bentuk kuat, tidak ada satu kelompok investor pun yang mendapatkan *abnormal return*.

Pada artikel selanjutnya Fama (1991) (dalam Jogiyanto, 2000), mengubah nama kegiatan macam kategori efisiensi pasar tersebut menjadi : daya prediksi *return* atau *return predictability*, *event studies*, dan *test for private information*.

2.1.3 Implikasi Pasar yang Efisien

Konsep pasar yang efisien mempunyai implikasi terhadap investor. Keyakinan investor tentang efisiensi pasar akan mempengaruhi proses pengambilan keputusan investasi yang akan dilakukan. Bila investor meyakini konsep pasar yang efisien maka investor tersebut akan cenderung memilih strategi investasi pasif, karena ia percaya bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada.

Sedangkan bagi investor yang menolak konsep pasar yang efisien maka investor tersebut akan cenderung memilih strategi investasi aktif. Mereka akan secara aktif mencari saham-saham yang belum mencerminkan informasi yang ada. Kelompok investor ini akan menanggung biaya transaksi dan informasi yang lebih tinggi daripada investor yang menerapkan strategi investasi pasif, tetapi mereka

percaya bahwa keuntungan marginal yang mereka peroleh akan akan melebihi biaya marginal yang telah mereka keluarkan (Jones, 1999 : 291).

1. Strategi Investasi Pasif

Investor yang menganut strategi investasi pasif percaya bahwa pasar efisien dan meyakini bahwa harga pasar merupakan pengukur nilai saham yang terbaik. Strategi pasif ini menganggap bahwa tidak mungkin untuk mendapat keuntungan yang melebihi pasar, karena harga pasar sudah mencerminkan tingkat harga yang sebenarnya (*fair price*). Dengan demikian pencarian saham-saham yang *undervalued* atau *overvalued*, seperti yang dilakukan strategi aktif, merupakan tindakan yang akan membuat biaya informasi dan transaksi menjadi besar tanpa diimbangi dengan peningkatan keuntungan yang memadai. Investor yang menganut strategi investasi pasif hanya menekankan minimasi biaya transaksi dan analisis saham. Strategi investasi pasif dapat dilakukan dengan cara melakukan *buy-and-hold* dan mengikuti indeks pasar (Sharpe, 1995 : 409; Jones, 1999 : 291)

Strategi *buy-and-hold* merupakan strategi pasif dimana investor membeli saham dan hanya menyimpannya sampai dengan batas waktu tertentu untuk tujuan tertentu. Meskipun strategi ini hanya membeli dan menyimpan saham, bukan berarti investor tidak melakukan tindakan apapun. Investor harus melakukan seleksi terhadap saham-saham yang akan dimasukkan dalam portofolionya agar sesuai dengan tujuan yang diharapkan. Di samping itu investor juga perlu melakukan penyesuaian terhadap portofolio yang sudah dimiliki jika dirasa risiko portofolio berubah dan melebihi toleransinya.

Selain strategi *buy-and-hold*, investor yang memilih strategi investasi pasif dapat juga melakukan strategi indeks pasar atau *index funds*. Strategi indeks pasar adalah strategi yang berusaha membentuk portofolio yang menyerupai kinerja indeks pasar. Misalnya untuk kasus di Indonesia mengikuti kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau LQ 45 (Jones, 1999 : 292).

2. Strategi Investasi Aktif

Investor yang percaya bahwa saham-saham yang tidak mencerminkan informasi yang ada akan secara aktif menganalisis dan menilai saham guna mencari saham-saham *undervalued* atau *overvalued*. Investor tersebut berharap akan mendapat keuntungan yang bisa melebihi biaya yang telah dikeluarkan.

Investor yang memilih strategi investasi aktif harus menganalisis dan menilai saham-saham yang tepat. Pendekatan yang bisa dilakukan investor untuk menganalisis dan memilih saham dan adalah analisis fundamental, analisis teknikal atau kombinasi keduanya (Jones, 1999 : 294)

Analisis fundamental percaya bahwa sebuah sekuritas mempunyai nilai intrinsik atau nilai sebenarnya dari perusahaan (Jogiyanto, 2000 : 88; Sharpe, 1995 : 373). Sekuritas tersebut merupakan fungsi dari berbagai variabel fundamental (misalnya laba, deviden yang dibayar, penjualan dan lain-lain). Dengan menilai variabel-variabel fundamental investor dapat menentukan nilai intrinsik sekuritas dan kemudian nilai tersebut dibandingkan dengan nilai pasar.

Sementara itu analisis teknikal, merupakan analisis yang menggunakan data pasar dari saham untuk menganalisis baik itu harga sekuritas secara keseluruhan atau harga pasar secara individual. Data-data pasar yang biasanya

digunakan dalam analisis teknikal meliputi harga sekuritas atau indeks pasar, volume atau jumlah saham yang beredar, dan indikator-indikator teknik lainnya (Jogiyanto, 2000 : 89; Sharpe, 1995: 300). Analisis teknikal banyak digunakan oleh praktisi di dalam menentukan harga saham. Sedangkan analisis fundamental banyak digunakan oleh akademisi.

Hipotesis pasar yang efisien menganggap bahwa analisis teknikal tidak berguna karena informasi pasar sudah tercermin dalam harga saham. Begitu juga halnya dengan analisis fundamental. Informasi tentang perubahan faktor-faktor fundamental (seperti *earning*, penjualan, tingkat pertumbuhan, industri) akan dengan cepat direspon oleh harga saham, sehingga sulit bagi investor untuk mendapatkan *abnormal return*.

2.1.4 Anomali Pasar

Meskipun hipotesis pasar yang efisien telah menjadi suatu konsep yang dapat diterima di bidang keuangan, namun pada kenyataannya beberapa penelitian menunjukkan adanya kejadian yang bertentangan tersebut sering juga disebut dengan anomali pasar. Menurut Jones (1996 : 282) anomali pasar merupakan tehnik-tehnik atau strategi-strategi yang berlawanan atau bertentangan dengan konsep pasar modal yang efisien dan penyebab kejadian tersebut tidak dapat dengan mudah dijelaskan. Para investor harus dapat memahami masalah anomali pasar ini bila ingin menggunakannya sebagai alat untuk pengambilan keputusan investasi sekuritas.

Ada beberapa anomali di pasar modal yang terdeteksi, yaitu :

1. *P/E effect*, anomali ini ditemukan oleh Basu pada tahun 1977 dan 1983. Hasil penelitiannya adalah bahwa saham dengan P/E rendah menunjukkan *risk-adjusted return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang memiliki P/E tinggi (Jones, 1996 : 285).
2. *Size effect*, Banz (1981) dan Reinganum (1981) menemukan anomali ini, dimana hasilnya adalah bahwa *risk-adjusted return* dari perusahaan ukuran kecil lebih tinggi dari perusahaan ukuran besar (Jones, 1996 : 286).
3. *January effect*, merupakan anomali pasar yang menyatakan bahwa *return* saham-saham di bulan Januari cenderung lebih tinggi dibandingkan bulan-bulan yang lainnya, (Keim, 1986) dalam (Jones, 1996 : 287).
4. *Day-of-the-week-patterns*, adalah pola *return* tertentu yang menunjukkan perbedaan pada berbagai hari perdagangan selama satu minggu (Elton & Gruber, 1995 : 411).
5. *Neglected firm effect*, suatu kecenderungan bahwa investasi pada saham perusahaan yang kurang dikenal dapat memberi tingkat keuntungan *abnormal*. Karena perusahaan kecil cenderung diabaikan oleh investor besar maka informasi mengenai perusahaan ini kurang tersedia. Kurangnya informasi tersebut membuat perusahaan kecil menjadi lebih berisiko sehingga menimbulkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Anomali ini ditemukan oleh profesor keuangan Avner Arbel pada tahun 1982 (Jones, 1996 : 290).
6. *Reversal effect*, merupakan efek pembalikan rata-rata *return* yang merupakan sebutan lain untuk anomali *winner-loser* yaitu kecenderungan saham yang

memiliki kinerja buruk (*loser*) akan berbalik menjadi saham yang memiliki kinerja baik (*winner*) pada periode berikutnya, dan begitu pula sebaliknya. Anomali ini pertama kali dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler pada tahun 1985 yang menggunakan data Pasar Modal di Amerika dari tahun 1926 hingga tahun 1982. Anomali ini merupakan salah satu anomali yang akhir-akhir ini menjadi topik yang banyak diperdebatkan dan diuji tidak hanya di pasar modal Amerika saja, namun juga di berbagai macam pasar modal, antara lain di pasar modal Inggris (Clare dan Thomas, 1995), di pasar modal Jepang (Chang, 1995), di pasar modal Australia (Brailsford, 1992), di pasar modal Brasil (Da Costa, 1994), di pasar modal Kanada (Kryzanowski dan Zhang, 1992), di pasar modal taiwan (Huang, 1998), di pasar modal Jerman (Schierreck, dkk, 1999). Anomali inilah yang akan menjadi topik dari penelitian ini.

2.1.5. Efisiensi Pasar Modal dan Anomali Winner-Loser

Secara garis besar, penelitian ini erat kaitannya dengan pengujian tingkat efisiensi pasar modal. Dua landasan penting penelitian ini adalah *efficient market* dan *overreaction hypothesis*.

Efficient market hypothesis menyatakan bahwa harga-harga sekuritas yang ada merupakan hasil refleksi yang cepat dan penuh dari nilai ekonominya atau mencerminkan semua informasi yang relevan.

Sedangkan *overreaction hypothesis* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi secara tidak rasional atau berlebihan. Para pelaku pasar akan menetapkan

harga saham terlalu tinggi dalam bereaksi terhadap kabar baik, dan akan menilai saham terlalu rendah dalam bereaksi terhadap kabar buruk. Ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan maka harga saham akan berbalik, sehingga saham yang termasuk kategori *winner* akan turun nilainya, dan saham-saham *loser* akan naik nilainya.

Selain menunjukkan bahwa saham-saham bereaksi secara berlebihan, gejala pembalikan atau anomali *winner-loser* ini juga menjadi penting karena implikasi keberadaannya terhadap efisiensi pasar. Pembalikan yang mengikuti perubahan besar harga saham dapat diartikan bahwa perilaku harga saham dapat diprediksi dan implikasinya adalah pasar tidak efisien. Apabila investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* melalui informasi ini maka pasar adalah efisien, sehingga strategi *contrarian* tidak dapat diterapkan.

2.2 Penelitian Terdahulu

Anomali *winner-loser* ini pertama kali ditemukan oleh DeBondt dan Thaler (1985, 1987) yang menggunakan data pasar modal Amerika dari tahun 1926 sampai tahun 1982. Mereka menemukan bahwa saham-saham yang dulunya mendapatkan *return* ekstrim positif (*winner*) atau *return* ekstrim negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode berikutnya. DeBondt dan Thaler (1987) menggunakan periode pembentukan saham *winner* dan *loser* selama lima tahun, serta periode pengujian selama lima tahun berikutnya. Saham *winner* dan *loser* didefinisikan sebagai 50 saham dengan kinerja paling baik dan paling buruk selama periode penelitian. Debondt dan Thaler menyatakan bahwa

penyebab pola pembalikan tersebut adalah pasar bereaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap informasi, dimana para pelaku pasar akan menetapkan harga saham terlalu rendah dalam bereaksi terhadap kabar buruk. Fenomena ini berbalik ketika pasar menyadari telah bereaksi berlebihan.

Ada beberapa argumen dari peneliti tentang fenomena *reversal* ini, Chan (1988) dan Ball dan Kothari (1989) (misal dalam Chang, 1995; Clare & Thomas, 1995; Kryzanowski & Zhang, 1992) menyatakan bahwa penyebab pembalikan *return* saham *winner* dan *loser* adalah perbedaan risiko yang diukur dengan beta CAPM. Argumen lainnya, Zarowin (1990) mengemukakan bahwa adanya anomali *winner loser* ini dikarenakan perbedaan *size* yang ada di antara saham *winner* dan *loser* (*size effect*)

Albert dan Henderson (1995) dengan menggunakan data pasar modal Amerika mulai 1 Januari 1963 hingga 31 Desember 1989 menunjukkan bahwa pembalikan tingkat keuntungan tidak dapat dijelaskan hanya dengan *firm size effect*. Penelitian mereka dilakukan karena dianggap terdapat bias pada penelitian Zarowin (1990). Mereka melakukan penelitian baik dengan metodologi yang digunakan oleh DeBondt dan Thaler maupun seperti yang dilakukan oleh Zarowin. Hasil penelitian mereka konsisten dengan DeBondt dan Thaler.

Da Costa (1994) juga menemukan fenomena yang sama di pasar modal Brazil. Penelitiannya menggunakan data harga bulanan dari saham yang diperdagangkan di BOVESPA selama periode Januari 1970 hingga Desember 1989. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *return* saham *loser* mengungguli *return* saham *winner* sebesar 25,69 % dalam periode pengujian satu tahun dan

dalam periode pengujian dua tahun *return* saham *loser* mengungguli saham *winner* sebesar 37,88 %. Hasil penelitiannya juga mengemukakan bahwa perbedaan dalam risiko sebagaimana diukur dengan beta CAPM tidak dapat memperhitungkan perbedaan *return portofolio winner* dan *loser*. Da Costa juga menguji masalah asimetri dan simetri dalam efek *overreaction*, dengan memakai metodologi yang diusulkan oleh Dissanaikie (1992). Hasilnya didapati bahwa efek reaksi berlebihan adalah tidak simetri.

Anomali *winner-loser* ini juga ditemukan di pasar modal Inggris, dimana penelitiannya dilakukan oleh Clare dan Thomas (1995). Dengan memakai data dari pasar modal di Inggris mulai tahun 1955 hingga 1990, Clare dan Thomas menemukan bahwa saham *loser* mengungguli *winner* hingga 1,7 % per tahun yang secara statistik signifikan. Namun fenomena tersebut dapat dijelaskan oleh efek ukuran (*size effect*). Hal ini mendukung kesimpulan Zarowin (1990), yakni bahwa reaksi berlebihan merupakan perwujudan efek ukuran, dimana kecenderungan saham-saham yang termasuk *loser* merupakan saham kecil, sehingga wajar saja jika pada periode berikutnya saham-saham *loser* memiliki kinerja lebih baik dari saham *winner* dikarenakan adanya *size effect*.

Chang, McLeavey, Rhee (1995) juga melakukan pengujian *market overreaction* untuk pergerakan harga saham dalam jangka pendek, yaitu satu bulan, di pasar modal Jepang. Mereka melakukan penelitian mulai tahun 1975 hingga 1991, dan hasilnya ditemukan adanya *market overreaction* di pasar modal Jepang. Saham-saham *loser* yang didasarkan atas *return* 1 bulan akan mempunyai *return* yang lebih tinggi dari saham-saham yang dulunya *winner* pada bulan-bulan

berikutnya. Selain itu mereka juga menemukan bahwa *market overreaction* tersebut masih tetap ada meskipun sudah dipertimbangkan adanya beberapa variabel kontrol seperti *size effect*, *january effect*, dan perbedaan risiko saham-saham *loser* dan *winner*.

Kryzanowski dan Zhang (1992) melakukan penelitian terhadap anomali ini di pasar modal Kanada (*Toronto Stock Exchange*). Penelitian mereka dilakukan pada periode 1950 hingga 1988, dengan menggunakan data harga saham bulanan. Hasilnya adalah tidak ditemukan perilaku pembalikan rata-rata return selama periode pengujian satu dan dua tahun dan terdapat perilaku pembalikan tetapi tidak signifikan secara statistik untuk periode pengujian tiga sampai sepuluh tahun.

Brailsford (1992) juga melakukan penelitian anomali *winner-loser* ini di pasar modal Australia. Dengan menggunakan data dari tahun 1958 sampai dengan 1987. Brailsford (1992) menemukan bahwa anomali tersebut tidak terdapat di pasar modal Australia. Saham-saham *winner* secara signifikan memang mengalami pembalikan return pada periode tiga tahun selanjutnya, tetapi tidak demikian halnya dengan saham-saham *loser*. Perbedaan *return* antara saham *loser* dan *winner* tidak menunjukkan beda yang signifikan pada periode pengujian.

Chen dan Sauer (1997) mempelajari stabilitas dan ketahanan atau kesinambungan reaksi berlebihan pasar saham dengan menggunakan data yang diambil dari laporan bulanan CRSP dari tahun 1926 sampai 1992. Hasil penemuannya yaitu bahwa *return* yang diperoleh dari strategi *contrarian* dengan menggunakan konsep reaksi berlebihan tidaklah permanen atau tidak secara terus

menerus terjadi. Hipotesis reaksi berlebihan ternyata paling terbukti pada periode pra-peperangan, dan menjadi tidak jelas pada periode pasca peperangan.

Dissanaike (1997) juga menguji hipotesis reaksi berlebihan ini dengan memakai rangkaian data Inggris yang baru. Mereka melakukan pengontrolan terhadap bisa *bid-ask spread*, perdagangan yang tidak sering, dan perusahaan kecil dengan membatasi sampel mereka hingga sekitar 1000 perusahaan yang besar dan dikenal. Mereka juga menguji apakah risiko pada berbagai waktu dapat menjelaskan *reversal effect*. Hasil penelitian mereka konsisten dengan hipotesis reaksi berlebihan, dan lebih jauh lagi hasil tersebut tidak dapat dihubungkan dengan perbedaan risiko antara saham *winner* dan *loser*.

Huang (1998) menguji *overreaction* di pasar modal Taiwan dengan menguji perilaku harga yang mengikuti gerakan-gerakan batas harian (*daily limit moves*). Sampel tersebut mencakup semua perusahaan yang terdaftar pada Taiwan Stock Exchange untuk periode 1971 sampai 1993. Hasilnya yaitu ada kebalikan harga yang signifikan yang mengikuti gerakan batas baik untuk kasus naik maupun turun. Selain hal tersebut ia juga menemukan bahwa kebalikan harga tidak dapat dihubungkan dengan pengaruh ukuran. Ketika pengaruh ukuran disesuaikan, kebalikan harga tetap signifikan.

Akhigbe, Gosnell, dan Harikumar (1998) meneliti anomali pembalikan ini dengan menggunakan *bid-ask-spreads*. Penelitian mereka menggunakan saham-saham yang terdaftar di NYSE yang mengalami perubahan harga yang besar dalam satu hari selama tahun 1992. Dari *loser* dan *gainer* terbesar yang tercatat di Wall Street Journal, mereka menyimpulkan bahwa *return* selama periode

pembalikan lebih kecil dari rata-rata *bid-ask spreads* pada waktu yang sama, sehingga bisa dikatakan bahwa investor tidak memperoleh keuntungan dari fenomena pembalikan.

Penelitian tentang anomali *winner-loser* ini sudah pernah dilakukan oleh Warninda dan Asri di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1998. Penelitian mereka menggunakan data harga saham bulanan mulai Desember 1990 hingga Juni 1997. Dari periode penelitian tersebut didapati 12 observasi yang terdiri dari periode pembentukan dan periode pengujian. Periode pembentukan yang digunakan adalah 6 bulan dan periode pengujiannya adalah 6 bulan berikutnya. Saham-saham *winner* dan *loser* dibentuk berdasarkan 30 saham yang memiliki *return* terbaik dan terburuk pada periode penelitian. Hasil dari penelitian mereka ditemukan adanya gejala reversal *asymmetry* atau pembalikan yang tidak simetri.

Susiyanto (1997) menguji hipotesis tentang reaksi berlebihan pada pasar modal Indonesia selama periode 1994 hingga 1996. Data yang digunakan adalah harga saham mingguan di Bursa Efek Jakarta. Tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia digunakan sebagai *risk-free rate* dan indeks harga saham gabungan digunakan sebagai *proxy* indeks pasar. Dengan menggunakan metode *market adjusted abnormal return* dan *SIM-adjusted abnormal return*, diketahui bahwa secara rata-rata kinerja saham-saham *loser* mengungguli kinerja saham-saham *winner*. Namun saham-saham *loser* tidak menunjukkan adanya reaksi berlebihan. Temuannya mendukung bahwa secara signifikan ada efek reaksi berlebihan pada pasar modal Indonesia, konsisten dengan temuan DeBondt dan Thaler (1985). Hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa perbedaan risiko antara saham-

saham *loser* dengan *winner* yang diukur dengan CAPM-beta tidak dapat menjelaskan efek reaksi berlebihan yang terjadi di pasar modal Indonesia.

Selanjutnya Sartono dan Yarmanto (1996) dengan menggunakan model yang digunakan oleh Damodaran mengukur kecepatan penyesuaian pasar dan bagaimana informasi baru diserap oleh pasar. Mereka menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung untuk bereaksi secara berlebihan terhadap informasi baru. Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Sartono (2000), dimana Bursa Efek Jakarta tidak memenuhi hipotesa pasar yang efisien karena adanya reaksi berlebihan pada Bursa Efek Jakarta. Untuk lebih jelasnya hasil-hasil penelitian terdahulu diatas dapat dilihat pada tabel 2.1 berikut ini :

Tabel 2.1 Penelitian-penelitian Terdahulu

No.	Penelitian	Variabel	Model Analisis	Hasil Penelitian
1.	DeBondt dan Thaler (1985, 1987)	<i>Abnormal return</i> , Perbedaan risiko, <i>Size</i>	<i>Market adjusted excess return</i>	Terdapat efek winner – loser, di mana perbedaan risiko dan besaran perusahaan tidak dapat menjelaskan efek ini
2.	Robert L Albert dan G.V Henderson (1995)	Ukuran Perusahaan, <i>Size</i>	<i>Market adjusted excess return</i>	Konsisten dengan pendapat DeBondt dan Thaler yaitu hipotesis overreaksi
3.	Newton C.A. da Costa, Jr. (1994)	<i>Abnormal return</i> , Perbedaan risiko	<i>Market adjusted return</i> dan <i>Standard Sharpe-lintner CAPM adjusted return</i>	Ditemukan anomali winner-loser di Pasar Modal Brazil dan perbedaan risiko sebagaimana diukur dengan beta CAPM tidak dapat menjelaskan perbedaan return portofolio <i>winner – loser</i>
4.	Lawrence Kryzanowski dan Hao Zhang (1992)	<i>Abnormal return</i> , <i>Risk</i> , <i>Size</i>	<i>Market Model</i> , <i>Market Adjusted Abnormal return</i> , <i>Robustness</i>	Tidak ditemukan perilaku pembalikan rata-rata tingkat keuntungan selama periode pengujian 1 dan 2 tahun dan terdapat perilaku pembalikan tetapi tidak signifikan secara statistik untuk periode pengujian 3 sampai 10
5.	Rosita P. Chang, D.W. McLeavey, dan S Ghon	<i>Abnormal return</i> , <i>size</i> , <i>risk</i> , <i>seasonality</i>	<i>The risk and size adjusted returns</i> , <i>Jensen's Alphas</i>	Ditemukan adanya <i>market overreaction</i> di Pasar Modal Jepang, meskipun telah dipertimbangkan adanya

	Rhee (1995)	<i>effect</i>		beberapa variabel kontrol seperti <i>size effect</i> , <i>January effect</i> , dan perbedaan risiko
6.	Andrew Clare dan Stephen Thomas (1995)	<i>Abnormal return, size</i>	<i>Market adjusted return</i> , regresi	Anomali <i>winner-loser</i> ditemukan di Pasar Modal Inggris, namun fenomena ini dapat dijelaskan dengan oleh efek ukuran.
7.	Tim Brailsford (1992)	<i>Abnormal return</i>	<i>Zero-one market model</i>	Tidak ditemukan adanya anomali <i>winner-loser</i> di Pasar Modal Australia
8.	Aigbe Akhigbe, Thomas Gosnell, dan T Harikumar (1998)	<i>Bid-Ask Spreads, Abnormal return</i>	<i>Regresi, Abnormal Return</i>	<i>Return</i> selama periode pembalikan lebih kecil dari rata-rata <i>bid-ask spread</i> pada waktu yang sama, sehingga bisa dikatakan investor tidak memperoleh keuntungan dari fenomena pembalikan
9.	Gishan Dissanaikie (1997)	<i>Abnormal return, Risk</i>	<i>Market-adjusted Return dan Risk – adjusted return</i>	Konsisten dengan hipotesis reaksi berlebihan dan lebih jauh lagi hasil tersebut tidak dapat dihubungkan dengan perbedaan risiko antara portofolio <i>winner</i> dan <i>loser</i>
10.	Yen-Sheng Huang (1998)	<i>Abnormal return, size</i>	<i>Market Model</i>	Ditemukan adanya pembalikan harga di Pasar Modal Taiwan yang mengikuti gerakan batas naik dan turun, meskipun telah disesuaikan dengan pengaruh ukuran
11.	Carl R. Chen dan David A. Sauer (1997)	<i>Abnormal return, Risk</i>	Regresi, CAPM	<i>Return</i> yang diperoleh dari strategi contrarian dengan menggunakan konsep reaksi berlebihan tidaklah permanen atau tidak secara terus menerus terjadi. Hipotesis reaksi berlebihan ternyata paling terbukti pada periode pra-peperangan, dan menjadi tidak jelas pada periode pasca peperangan
12.	Zarowin (1989, 1990)	<i>Abnormal return, Firm Size</i>	<i>Market-adjusted return, CAPM, regresi.</i>	Ditemukan bahwa saham-saham <i>loser</i> mengungguli <i>winner</i> pada periode berikutnya, namun hal ini tidak disebabkan karena <i>overreaction</i> tetapi karena efek ukuran dimana <i>loser</i> cenderung merupakan perusahaan yang kecil.
13.	Titi Dewi Warninda dan Marwan Asri SW (1998)	<i>Abnormal return, kapitalisasi pasar</i>	<i>Zero-one market model</i>	Ditemukan adanya pembalikan yang tidak simetri di Bursa Efek Jakarta
14.	Muhammad Fendi Susiyanto (1997)	<i>Abnormal return, risk</i>	<i>Market adjusted abnormal return, SIM-adjusted abnormal return,</i>	Ditemukan adanya efek reaksi berlebihan pada Pasar Modal Indonesia, konsisten dengan temuan DeBondt dan Thaler.

			CAPM.	Hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa perbedaan risiko antara portofolio <i>loser</i> dengan <i>winner</i> yang diukur dengan CAPM-beta tidak dapat menjelaskan efek reaksi berlebihan yang terjadi di Pasar Modal Indonesia
15.	Agus Sartono dan Yarmanto (1996)	Koefisien penyesuaian harga	Damodaran Model	Bursa Efek Jakarta cenderung bereaksi berlebihan

Sumber : Berbagai penelitian

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan tinjauan teori yang telah dikemukakan sebelumnya terlihat adanya beberapa anomali pasar yang terjadi, dimana salah satunya adanya anomali *winner-loser* atau *market overreaction hypothesis*. Hipotesis tersebut menyatakan bahwa saham-saham yang sebelumnya memperoleh *abnormal return* yang rendah (*loser*), pada periode berikutnya akan memperoleh *abnormal return* yang tinggi (*winner*) (misal : DeBondt dan Thaler, 1985, 1987; Chang, dkk, 1995; Clare dan Thomas, 1995). Pembalikan *return* menurut DeBondt dan Thaler (1985, 1987) disebabkan oleh pasar bereaksi berlebihan (*market overreaction*) terhadap informasi yang baru dan kemudian melakukan koreksi dengan sendirinya pada periode sesudahnya.

Namun beberapa peneliti mengemukakan bahwa fenomena pembalikan tersebut bukan dikarenakan adanya *market overreaction* seperti yang dikemukakan oleh DeBondt dan Thaler (1985, 1987). Chan (1988) dan Ball dan Kothari (1989) (misal dalam Chang, 1995; Clare & Thomas, 1995; Kryzanowski & Zhang, 1992) menyatakan bahwa perubahan risiko merupakan penyebab dari

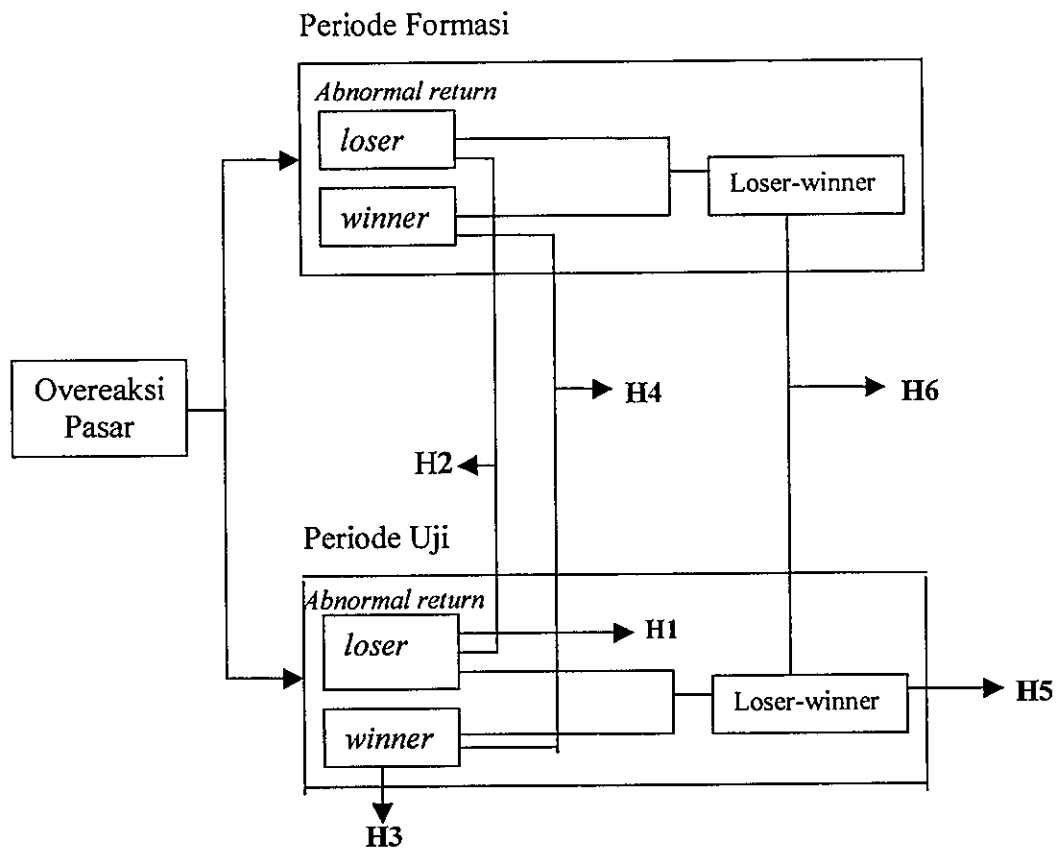
pembalikan *return* saham *winner* dan *loser*. Sedangkan Zarowin (1989, 1990) mengemukakan bahwa pembalikan *return* saham *winner* dan *loser* merupakan fenomena dari *Size effect*.

Penelitian tentang anomali *winner-loser* ini tidak hanya dilakukan di pasar modal Amerika saja, namun juga di berbagai macam pasar modal, antara lain di pasar modal Inggris (Clare dan Thomas, 1995), di pasar modal Jepang (Chang, 1995), di pasar modal Australia (Brailsford, 1992), di pasar modal Brasil (Da Costa, 1994) di pasar modal Kanada (Kryzanowski dan Zhang, 1992), di pasar modal Taiwan (Huang, 1998), di pasar modal Jerman (Schierack, dkk, 1999). Penelitian tentang anomali ini di pasar modal Indonesia juga pernah dilakukan oleh Warninda dan Asri (1998) dan Susiyanto (1997).

Selanjutnya penelitian dari Sartono dan Yarmanto (1996), menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung untuk bereaksi secara berlebihan terhadap informasi baru (*overreaction*). Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Sartono (2000), dimana Bursa Efek Jakarta tidak memenuhi hipotesa pasar yang efisien karena adanya reaksi berlebihan pada Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan kedua penelitian tersebut, dimana dengan ditemukan *overreaction* di pasar modal Indonesia maka berarti ada kemungkinan terjadi anomali *winner-loser* di pasar modal Indonesia. Dan juga selain itu terdapat perbedaan hasil penelitian sebelumnya tentang anomali ini di pasar modal Indonesia yang dilakukan oleh warninda (1998) dan Susiyanto (1997), sehingga perlu penelitian lebih lanjut tentang anomali ini di pasar modal Indonesia yang

merupakan pasar modal yang bertumbuh (*emerging market*). Model kerangka pemikiran dari penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :



Gambar 2.1. Model kerangka pemikiran teoritis

2.3.2 Hipotesis

Untuk melakukan pengujian *anomali winner-loser* ini di pasar modal Indonesia, maka pada penelitian ini ada enam hipotesis yang dirumuskan, yaitu :

1. H_0 = Rata-rata *abnormal return* saham *loser* tidak berbeda dengan nol

H_1 = Rata-rata *abnormal return* saham *loser* berbeda dengan nol

2. H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian.

H_1 = Ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian.

3. H_0 = Rata-rata *abnormal return* saham *winner* tidak berbeda dengan nol

H_1 = Rata-rata *abnormal return* saham *winner* berbeda dengan nol

4. H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian.

H_1 = Ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian.

5. H_0 = Rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* tidak berbeda dengan nol

H_1 = Rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* berbeda dengan nol

6. H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian.

H_1 = Ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian.

2.4. Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel utama pada penelitian yang menentukan pemberdayaan dapat didefinisikan secara operasional sebagai berikut :

1. *Winner*, merupakan saham-saham yang memiliki kinerja terbaik pada periode pembentukan. Dalam penelitian ini saham yang dikategorikan sebagai saham *winner* adalah 20 % saham yang memiliki *abnormal return* tertinggi pada periode pembentukan.
2. *Loser*, merupakan saham-saham yang memiliki kinerja terburuk pada periode pembentukan. Dalam penelitian ini saham yang dikategorikan sebagai saham *loser* adalah 20 % saham yang memiliki *abnormal return* terendah pada periode pembentukan.
3. Periode pembentukan (*formation period*), merupakan suatu periode yang digunakan untuk membentuk saham kategori *winner-loser*, dimana dalam penelitian ini periode pembentukan yang digunakan adalah tiga bulanan.
4. Periode uji (*test period*), adalah periode berikutnya setelah periode pembentukan yang digunakan untuk menguji anomali *winner-loser*. Dalam penelitian ini periode uji yang diambil adalah 3 bulan kemudian setelah periode pembentukan
5. *Abnormal return*, dihitung dengan *Market-adjusted abnormal return*, yaitu merupakan selisih *return* saham individual dengan return pasar.
6. *Return* saham individual (*j*) pada periode atau bulan *t*, merupakan selisih antara harga saham *j* pada bulan *t* dengan bulan sebelumnya (*t-1*), dibagi dengan harga saham pada bulan *t-1*.

7. *Return* pasar pada bulan t , merupakan selisih antara IHSG bulan t dan $t-1$, dibagi dengan IHSG pada bulan $t-1$.
8. IHSG, merupakan suatu nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja saham yang tercatat pada suatu bursa efek, dimana kinerja yang dimasukkan dalam hitungan adalah meliputi semua saham di BEJ, baik saham biasa maupun saham preferen. Data IHSG yang digunakan dalam penelitian ini adalah bulanan.
9. *Cumulative abnormal return* (CAR), merupakan suatu nilai penjumlahan atau komulatif dari *abnormal return*.
10. *Average cumulative abnormal return* (ACAR), merupakan rata-rata komulatif *abnormal return* atau rata-rata dari seluruh CAR.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Data, Sumber Data, dan Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode dokumentasi, dimana data yang dikumpulkan berupa data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, yang meliputi data harga saham individual bulanan dan data harga pasar saham yang diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Kedua jenis data ini dikumpulkan mulai dari bulan Desember 1995 hingga Desember 2000. Data harga saham individual bulanan digunakan untuk menghitung *return* individual saham sedangkan data IHSG digunakan untuk menghitung *return* pasar.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode penelitian.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Karena penelitian ini bertujuan untuk melakukan pengujian terhadap *return* saham *loser* dan *winner* yang telah dibentuk pada periode formasi, maka sampel yang dipilih yaitu meliputi saham-saham yang masih tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode formasi dan periode pengujian yang ditentukan. Serta untuk menghindari terjadinya bias maka dilakukan penyesuaian-penyesuaian

terhadap saham perusahaan-perusahaan yang melakukan pembagian deviden (*stock deviden*), penerbitan saham baru, maupun *stock split*. Saham dari perusahaan yang mengalami kejadian-kejadian tersebut diatas pada periode observasi tidak akan dimasukkan sebagai sampel penelitian. Dalam penelitian ini pembentukan saham-saham *winner-loser* dengan cara yaitu, saham yang dikategorikan sebagai saham *winner* adalah 20 % saham yang memiliki *abnormal return* tertinggi pada periode pembentukan dan saham yang dikategorikan sebagai saham *loser* adalah 20 % saham yang memiliki *abnormal return* terendah pada periode pembentukan.

3.3. Tehnik Analisis

3.3.1. Pembentukan Saham-saham *Winner* dan *Loser* pada Periode Formasi (*Formation Period*)

Periode formasi saham-saham *loser* dan *winner* dalam penelitian ini adalah 3 bulan dan periode pengujiannya adalah 3 bulan berikutnya. Dengan menggunakan data dari Desember 1995 hingga Desember 2000 akan diperoleh 19 observasi yang overlapping. Periode pembentukan pertama dimulai Januari 1996 sampai Maret 1996, sedangkan periode pengujiannya dilakukan pada bulan April 1996 sampai Juni 1996, dan seterusnya sampai Desember 2000.

Pada masing-masing periode formasi dipilih saham-saham yang akan dijadikan sebagai sampel. Kemudian saham-saham yang terpilih diranking dari *abnormal return* yang terendah sampai yang tertinggi. Besarnya *abnormal return* dihitung dengan menggunakan *zero-one* model atau *market adjusted return*

seperti yang dikemukakan oleh Da Costa (1994) dan Brailsford (1992). Adapun proses tehnik analisis datanya dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Menghitung *Abnormal Return*.

Abnormal return dihitung dengan cara mengurangi *return* saham dengan *return* pasar seperti terlihat pada rumus berikut ini :

$$U_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Dimana :

U_{jt} = *abnormal return* saham j pada periode t

R_{jt} = *return* saham j pada periode t

R_{mt} = *return* pasar pada periode t

Return saham bulan Januari 1996 sampai dengan bulan Desember 2000 dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut ini :

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}}$$

Dimana :

P_{jt-1} = harga saham j pada saat t-1

P_{jt} = harga saham j pada saat t

R_{jt} = *return* saham j pada saat t

Sedangkan *return* pasar bulan Januari 1996 sampai Desember 2000 dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt-1}}$$

Dimana :

R_{mt} = *return* pasar pada saat t

I_{mt} = IHSB pada saat t

I_{mt-1} = IHSB pada saat t-1

2. Menghitung *Cumulative Abnormal Return*.

Untuk memperoleh saham-saham yang termasuk kriteria *winner* dan *loser* dihitung *cumulative abnormal return* (CU) masing-masing saham selama tiga bulan periode formasi dan diambil 20 % saham yang memiliki CU tertinggi sebagai saham *winner* dan 20 % saham dengan CU terendah sebagai saham-saham *loser* pada masing-masing periode formasi. Saham yang termasuk dalam kelompok saham *winner* atau *loser* harus merupakan saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode formasi dan periode pengujian berikutnya.

3.3.2. Periode Pengujian (*Test Period*)

Pada periode pengujian dihitung *average abnormal return* untuk masing-masing kelompok saham pada bulan ke-1 sampai bulan ke-3 selama periode pengujian ($A R_t$)

$$A R_t = \left(\sum_{j=1}^n U_{jt} \right) / N$$

Dimana :

$A R_t$ = *average abnormal return* tiap kelompok saham selama periode t

U_{jt} = *abnormal return* pada periode t

N = jumlah perusahaan pada periode t

t = periode bulanan

Kemudian dihitung *cumulative abnormal return* (CAR) untuk tiap kelompok saham selama periode pengujian, yaitu :

$$CAR_t = \sum_{i=1}^T A R_t$$

Dimana :

A R_t = *average abnormal return* tiap kelompok saham pada periode t

T = panjang periode akumulasi dalam bulan (tiga bulan)

Langkah berikutnya adalah mencari rata-rata dari seluruh CAR_t yang diperoleh dari setiap observasi pada masing-masing kelompok saham *winner* atau *loser* sehingga diperoleh rata-rata *abnormal return-return* untuk saham *winner* dan *loser*.

$$ACAR_t = \left(\sum_{n=1}^n CAR_t \right) / n$$

Dimana :

ACAR_t = rata-rata *abnormal return* saham *winner /loser*

CAR_t = *cumulative abnormal return* masing-masing kelompok saham pada masing-masing observasi

n = jumlah observasi

3.3.3. Uji Hipotesis

Uji t dua sisi digunakan untuk menguji signifikansi perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser*, *winner*, *loser-winner* antara periode formasi dan periode pengujian. Juga untuk menguji signifikansi rata-rata *abnormal return* saham *loser* dan *winner*, serta menguji signifikansi rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner*. Hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

1. $H_0 : ACAR_{lu} = 0$

$H_1 : ACAR_{lu} \neq 0$

2. $H_0 : CAR_{lf} = CAR_{lu}$

$H_1 : CAR_{lf} \neq CAR_{lu}$

3. $H_0 : ACAR_{wu} = 0$

$H_1 : ACAR_{wu} \neq 0$

4. $H_0 : CAR_{wf} = CAR_{wu}$

$H_1 : CAR_{wf} \neq CAR_{wu}$

5. $H_0 : ACAR_{l-w(u)} = 0$

$H_1 : ACAR_{l-w(u)} \neq 0$

6. $H_0 : CAR_{lf-wf} = CAR_{lu-wu}$

$H_1 : CAR_{lf-wf} \neq CAR_{lu-wu}$

Hipotesa pertama, ketiga, dan kelima diuji dengan melakukan t-test pada mean dari $ACAR_{loser}$, $ACAR_{winner}$, dan $ACAR_{l-w}$ dengan variance populasi tidak diketahui, sehingga statistik uji dinyatakan dengan rumus :

$$T_{winner} = \frac{ACAR_{winner}}{S_{winner} / \sqrt{N}} \dots\dots\dots(1)$$

$$T_{loser} = \frac{ACAR_{loser}}{S_{loser} / \sqrt{N}} \dots\dots\dots (2)$$

$$T_{l-w} = \frac{ACAR_{l-w}}{S_{l-w} / \sqrt{N}} \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

S_{winner} dan S_{loser} adalah standart deviasi sampel dari saham-saham *winner* dan *loser*

N adalah jumlah observasi

S_{l-w} adalah standart deviasi sampel dari *loser-winner*

Sedangkan hipotesa kedua, keempat, dan keenam diuji dengan t-test yang melibatkan pengamatan berpasangan, dengan statistik uji sebagai berikut ;

$$T_{l-w} = \frac{\bar{d}}{Sd / \sqrt{N}} \dots\dots\dots(4)$$

Dimana:

\bar{d} adalah rata-rata perbedaan antara pengamatan-pengamatan berpasangan

Sd deviasi standar dari perbedaan-perbedaan antara pengamatan-pengamatan berpasangan

N adalah jumlah pengamatan berpasangan

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Pelaku Saham *Winner* dan Saham *Loser* pada Periode Penelitian (Desember 1995 – Desember 2000)

Pelaku saham *winner* dan *loser* adalah sebagaimana nampak pada Lampiran. Dari sekian banyak Pelaku Saham tersebut dapat diketahui bahwa yang pernah menjadi top sepuluh *abnormal return* saham *winner* dan *loser* sejak periode Desember 1995 hingga periode Desember 2000 tercatat sebagai berikut:

4.1.1. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi *Top ten Abnormal return Winner* dengan Frekuensi Tertinggi

Pelaku Saham yang mempunyai frekuensi minimal 3 kali menjadi *top ten abnormal return winner* di antara 146 pelaku Saham yang pernah menjadi top sepuluh *abnormal return winner* pada periode formasi (Lampiran 1) adalah sebagaimana nampak pada Tabel 4.1 dan 4.2.

Tabel 4.1. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi *Top ten Abnormal return Winner* dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Formasi

No	Pelaku Saham	Ranking	Frek
1	Multi Bintang	1, 6, 8, dan 8	4
2	Putra Surya Perkasa	4, 6, 9, dan 10	4
3	Multibreeder Adirama	2, 3, dan 1	3
4	Ades Alfindo Putra Setia	8, 6, dan 3	3
5	BAT Indonesia	10, 1, dan 7	3
6	Cipendawa	8, 10, dan 5	3
7	Super Mitory Utama	9, 7, dan 7	3

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 1: i-iii)

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas dapat diketahui bahwa di antara 141 pelaku Saham yang pernah menjadi sepuluh besar *abnormal return winner* pada periode formasi hanya Multi Bintang dan Putra Surya Perkasa yang pernah menduduki sepuluh besar dengan frekuensi tertinggi, yaitu selama empat kali antara bulan Desember 1995 sampai dengan Desember 2000.

Selanjutnya Tabel 4.2 menunjukkan tentang pelaku Saham yang pernah menjadi sepuluh besar *abnormal return winner* pada periode pengujian.

Tabel 4.2. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi *Top ten Abnormal return Winner* dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Pengujian

No	Pelaku Saham	Ranking	Frek
1	Ades Alfindo Putra Setia	3, 8, 5, dan 3	4
2	Multibreeder Adirama	3, 4, dan 1	3
3	INCO	1, 10, dan 1	3
4	Prima Alloy Steel	10, 1, dan 3	3
5	BAT Indonesia	10, 1, dan 7	3
6	Sarasa Nugraha	6, 5, dan 9	3
7	Kurnia Kapuas UGI	8, 8, dan 6	3
8	Metro Supermarket Realty	6, 9, dan 8	3
9	Jaya Pari Steel	9, 5, dan 10	3

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 2: iv-vi)

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas, dapat diketahui bahwa di antara 141 pelaku Saham yang pernah menjadi sepuluh besar *abnormal return winner* pada periode pengujian hanya Ades Alfindo Putra Setia yang pernah menduduki sepuluh besar dengan frekuensi tertinggi, yaitu selama empat kali antara bulan Desember 1995 sampai dengan Desember 2000.

Berdasarkan Tabel 4.1 dan Tabel 4.2 dapat disimpulkan pula bahwa dari 16 pelaku saham yang pernah menjadi *top ranking* sepuluh *abnormal return winner* minimal tiga kali pada periode formasi dan/ periode pengujian, terdapat 3 pelaku saham yang konsisten menduduki sepuluh besar *abnormal return winner* baik pada periode formasi maupun pada periode pengujian. Pelaku-pelaku saham tersebut adalah:

- Ades Alfindo Putra Setia
- BAT Indonesia
- Multibreeder Adirama

4.1.2. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi *Top ten Abnormal return Loser* dengan Frekuensi Tertinggi

Pelaku Saham yang mempunyai frekuensi minimal 3 kali menjadi *top ten abnormal return loser* di antara 141 Pelaku Saham yang pernah menjadi *top ten abnormal return loser* (Lampiran 3) adalah sebagaimana nampak pada Tabel 4.3 dan 4.4.

Tabel 4.3. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi *Top ten Abnormal return Loser* dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Formasi

No	Pelaku Saham	Ranking	Frek
1	Bank Tiara Asia	3, 1, 4, dan 10	4
2	Panca Wiratama Sakti	2, 2, dan 3	3
3	Bakrie and Brothers	4, 10, dan 3	3
4	Inter Delta	8, 4, dan 6	3
5	Bukaka Teknik Utama	4, 10, dan 7	3
6	Hotel Prapatan Aryaduta	8, 7, dan 8	3
7	Putra Surya Multidana	6, 10, dan 9	3
8	Sinar Mas Mulia Artha	7, 9, dan 9	3

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 3: vii-ix)

Berdasarkan Tabel 4.3 di atas dapat diketahui bahwa di antara 141 Pelaku Saham yang pernah menjadi sepuluh besar *abnormal return loser* pada periode formasi hanya **Bank Tiara Asia** yang pernah menduduki sepuluh besar dengan frekuensi tertinggi, yaitu selama empat kali antara bulan Desember 1995 sampai dengan Desember 2000.

Selanjutnya Tabel 4.4 menunjukkan tentang pelaku Saham yang pernah menjadi sepuluh besar *abnormal return loser* pada periode pengujian.

Tabel 4.4. Pelaku Saham yang Pernah Menjadi *Top ten Abnormal return Loser* dengan Frekuensi Tertinggi pada Periode Pengujian

No	Pelaku Saham	Ranking	Frek
1	Bank Tiara Asia	8, 2, 5, dan 9	4
2	Panca Wiratama Sakti	2, 1, dan 2	3
3	Bukaka Teknik Utama	5, 10, dan 1	3
4	Sekar Laut	2, 10, dan 4	3
5	Bakrie and Brothers	4, 9, dan 3	3
6	Prasidha Aneka Niaga	6, 7, dan 6	3
7	Sinar Mas Mulia Artha	7, 8, dan 8	3
8	Hotel Prapatan Aryaduta	10, 8, dan 10	3

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 4: x-xii)

Berdasarkan Tabel 4.4 di atas dapat diketahui bahwa di antara 137 Pelaku Saham yang pernah menjadi sepuluh besar *abnormal return loser* pada periode pengujian hanya **Bank Tiara Asia** yang pernah menduduki sepuluh besar dengan frekuensi tertinggi, yaitu selama empat kali antara bulan Desember 1995 sampai dengan Desember 2000.

Berdasarkan Tabel 4.3 dan Tabel 4.4 dapat disimpulkan pula bahwa dari 16 pelaku saham yang pernah menjadi top ranking sepuluh *abnormal return loser* minimal tiga kali pada periode formasi dan/ periode pengujian, terdapat 6 pelaku saham yang konsisten menduduki sepuluh besar *abnormal return loser* baik pada periode formasi maupun pada periode pengujian. Pelaku-pelaku saham tersebut adalah:

- Bank Tiara Asia
- Panca Wiratama Sakti
- Bukaka Teknik Utama
- Bakrie and Brothers
- Sinar Mas Mulia Artha
- Hotel Prapatan Aryaduta

Berdasarkan hasil jabaran di atas dapat diketahui bahwa pada studi kasus di Bursa Efek Jakarta pada periode penelitian bulan Desember 1995 sampai dengan Desember 2000 dapat disimpulkan bahwa pelaku saham top sepuluh *loser* lebih konsisten untuk tetap menjadi top sepuluh *loser* dibanding pelaku saham top sepuluh *winner*. Dimana terdapat 12 pelaku saham dari 16 pelaku saham top

sepuluh yang konsisten tetap menjadi top sepuluh *abnormal return loser* pada periode formasi maupun periode pengujian (75 %), di sisi lain, hanya 6 pelaku saham dari 16 pelaku saham top sepuluh yang konsisten tetap menjadi top sepuluh *abnormal return winner* (37,5 %).

4.2. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return* pada Periode Formasi dan Periode Pengujian

4.2.1. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return Saham Loser* pada Periode Formasi dan Periode Pengujian

Guna mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi dan periode pengujian, maka dilakukan uji beda t-test dengan hipotesa sebagai berikut :

H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian.

H_1 = Ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian.

Perhitungan dilakukan pada *level of significant* (α) = 5%, dengan derajat kebebasan (df) = ($n-1$) = 18, pada uji dua sisi (*two tailed test*). Daerah terima H_0 adalah $-2,101 \leq t \leq 2,101$, dan daerah terima H_1 adalah $-2,101 \geq t \geq 2,101$.

Selanjutnya, hipotesa diuji dengan melakukan t-test pada mean dari CAR *loser* dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5. Hasil pengujian T-Test *Mean CAR Loser*

	T	df	Sig (2-tailed)
CARLOS_	-.448	18	.659

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 6: xv)

Berdasarkan Tabel 4.5 menunjukkan bahwa hasil perhitungan uji beda t-test antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian adalah sebagaimana nampak pada lampiran empat menunjukkan nilai t hitung = -0,447753. Sehingga, karena t hitung terletak pada daerah terima H_0 , maka bisa disimpulkan bahwa antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian TIDAK ada perbedaan yang signifikan.

Berdasarkan perhitungan (lihat lampiran 6), diperoleh informasi pula bahwa hasil korelasi antara kedua variabel menghasilkan angka - 0,061 dengan signifikansi output sebesar 0,804. Hal ini menyatakan bahwa korelasi terbalik antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian adalah sangat lemah dan tidak signifikan.

4.2.2. Hasil Uji Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata

Abnormal return Saham Loser Periode Formasi dan Periode Pengujian

Hasil perhitungan uji kenormalan data pada pengujian perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser* adalah sebagaimana nampak pada Tabel 4.6 berikut ini :

Tabel 4.6 Hasil Pengujian Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return Saham Loser*

Tests of Normality

	Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.
CARLOSR	,871	19	,015
CARLOSR_	,914	19	,089

Sumber : Data sekunder yang telah diolah(lihat Lampiran 7: xxix)

Berdasarkan Tabel 4.6 dapat disimpulkan bahwa dari perhitungan uji kenormalan data dengan statistik uji Shapiro-Wilk, dengan memperhatikan angka signifikansi probabilitasnya dengan tingkat kesalahan standar 0,01 (1 %), dapat disimpulkan bahwa:

- Data-data pada periode penelitian atas perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi menunjukkan angka 0,015, sehingga > angka signifikansi 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data mengikuti distribusi normal ;
- Data-data pada periode penelitian atas perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian menunjukkan angka 0,089, sehingga >

angka signifikansi 0,01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data mengikuti distribusi normal.

4.2.3. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return Saham Winner* pada Periode Formasi dan Periode Pengujian

Guna mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi dan periode pengujian, maka dilakukan uji beda t-test dengan hipotesa sebagai berikut :

H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian.

H_1 = Ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian.

Perhitungan dilakukan pada *level of significant* (α) = 5%, dengan derajat kebebasan (df) = ($n-1$) = 18, pada uji dua sisi (*two tailed test*). Daerah terima H_0 adalah $-2,101 \leq t \leq 2,101$, dan daerah terima H_1 adalah $-2,101 \geq t \geq 2,101$.

Selanjutnya, hipotesa diuji dengan melakukan t-test pada mean dari CAR *winner* dapat dilihat pada Tabel 4.7.

4.2.4. Hasil Uji Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return Saham Winner* Periode Formasi dan Periode Pengujian

Hasil perhitungan uji kenormalan data pada pengujian perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi dan periode pengujian adalah sebagaimana nampak pada Tabel 4.8 berikut ini:

Tabel 4.8 Hasil Pengujian Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata
Abnormal return Saham Winner

Tests of Normality

	Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.
CARWINN	,901	19	,051
CARWINN_	,886	19	,029

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 7:xxxii)

Berdasarkan Tabel 4.8 dapat disimpulkan bahwa dari perhitungan uji kenormalan data dengan statistik uji Shapiro-Wilk, dengan memperhatikan angka signifikansi probabilitasnya dengan tingkat kesalahan standar 0,01 (1 %), dapat disimpulkan bahwa :

- Data-data pada periode penelitian atas perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi menunjukkan angka 0,051, sehingga > angka signifikansi 0,01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data mengikuti distribusi normal.

- Data-data pada periode penelitian atas perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian menunjukkan angka 0,029, sehingga > angka signifikansi 0,01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data mengikuti distribusi normal.

4.2.5. Hasil Perhitungan Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return*

Saham *Loser-Winner* pada Periode Formasi dan Periode Pengujian

Guna mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner*, maka dilakukan uji beda t-test dengan hipotesa sebagai berikut :

H_0 = Tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian.

H_1 = Ada perbedaan signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian.

Perhitungan dilakukan pada *level of significant* (α) = 5%, dengan derajat kebebasan (df) = ($n-1$) = 18, pada uji dua sisi (*two tailed test*). Daerah terima H_0 adalah $-2,101 \leq t \leq 2,101$, dan daerah terima H_1 adalah $-2,101 \geq t \geq 2,101$.

Selanjutnya, hipotesa diuji dengan melakukan t-test pada mean dari CAR *loser-winner* dapat dilihat pada Tabel 4.9.

Tabel 4.9 Hasil pengujian T-Test *Mean CAR Loser - Winner*

	T	df	Sig (2-tailed)
CARLOWI-CARLOWI_	-,585	18	,566

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 6: xvii)

Berdasarkan Tabel 4.9 menunjukkan hasil perhitungan uji beda t-test antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian adalah sebagaimana nampak pada hasil perhitungan di atas menunjukkan nilai t hitung = - 0,58498. Sehingga, karena t hitung terletak pada daerah terima H_0 , maka bisa disimpulkan bahwa antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian TIDAK ada perbedaan yang signifikan.

Berdasarkan perhitungan pada lampiran empat tersebut diperoleh informasi pula bahwa hasil korelasi antara kedua variabel menghasilkan angka - 0,475 dengan signifikansi output sebesar 0,040. Hal ini menyatakan adanya korelasi terbalik antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian adalah sedang dan signifikan.

4.2.6. Hasil Uji Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata

Abnormal return Saham Loser-Winner Periode Formasi dan Periode Pengujian

Hasil perhitungan uji kenormalan data pada pengujian perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser- winner* adalah sebagaimana nampak pada Tabel 4.10.

Tabel 4.10 Hasil Pengujian Normalitas Data pada Pengujian Perbedaan Rata-rata *Abnormal return Saham Loser-Winner* Periode Formasi dan Periode Pengujian

Tests of Normality

	Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.
CARLOWI	,856	19	,010**
CARLOWI_	,840	19	,010**

** . This is an upper bound of the true

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Data sekunder yang telah diolah (lihat Lampiran 7: xxxv)

Berdasarkan Tabel 4.10 dapat disimpulkan bahwa dari perhitungan uji kenormalan data dengan statistik uji Shapiro-Wilk, dengan memperhatikan angka signifikansi probabilitasnya dengan tingkat kesalahan standar 0,01 (1 %), dapat disimpulkan bahwa :

- Data-data pada periode penelitian atas perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi menunjukkan angka 0,010, sehingga

sama dengan angka signifikansi 0,01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data mengikuti distribusi normal;

- Data-data pada periode penelitian atas perbedaan rata-rata *abnormal return* saham *loser- winner* pada periode pengujian menunjukkan angka 0,010, sehingga sama dengan angka signifikansi 0,01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data mengikuti distribusi normal.

4.3. Hasil Pengujian Eksistensi Anomali *Winner-Loser*

Hasil perhitungan *abnormal return* kumulatif, baik untuk periode formasi maupun periode pengujian tampak pada Tabel 4.11.

Tabel 4.11 *Abnormal return* Kumulatif pada Periode Formasi dan Pengujian

Portofolio (<i>Winner/ Loser</i>)	Rata-rata <i>Abnormal return</i> Kumulatif	
	Periode Formasi	Periode Pengujian
<i>Loser</i>	0,06778 (0,392)	0,11463* (0,099)
<i>Winner</i>	0,15521** (0,009)	0,12654 (0,118)
<i>Loser-Winner</i>	- 0,0874 (0,343)	-0,01192 (0,843)

* = signifikan pada $\alpha = 0,10$

** = signifikan pada $\alpha = 0,05$

Sumber : Data sekunder yang telah diolah.

4.3.1. Hasil Perhitungan *Abnormal Return Saham Loser*

Guna mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saham *loser* di periode pengujian, maka dilakukan uji beda t-test dengan hipotesa sebagai berikut :

H0 : Rata-rata *abnormal return* saham *loser* tidak berbeda dari 0

H1 : Rata-rata *abnormal return* saham *loser* berbeda dari 0

Perhitungan dilakukan pada *level of significant* (α) = 5%, 10%, dengan derajat kebebasan (df) = $(n-1) = 18$, pada uji dua sisi (*two tailed test*).

Berdasarkan Tabel 4.11 di atas dapat dijelaskan bahwa rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi adalah 0,06778% yang mencerminkan *return* 0,06778 % lebih tinggi daripada *return* pasar, namun hasil pengujian menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Pada akhir periode pengujian, rata-rata *abnormal return* saham *loser* naik 0,04685 % nilainya bila dibandingkan dengan pencatatan pada periode formasi, yaitu dari 0,06778 % menjadi 0,11463 % lebih tinggi daripada *return* pasar. Dan pada perhitungan ini hasil pengujiannya menunjukkan signifikansi pada $\alpha = 0,10$.

4.3.2. Hasil Perhitungan *Abnormal Return Saham Winner*

Guna mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saham *winner* di periode pengujian, maka dilakukan uji beda t-test dengan hipotesa sebagai berikut :

H0 : Rata-rata *abnormal return* saham *winner* tidak berbeda dari 0

H1 : Rata-rata *abnormal return* saham *winner* berbeda dari 0

Perhitungan dilakukan pada *level of significant* (α) = 5%, 10%, dengan derajat kebebasan (df) = ($n-1$) = 18, pada uji dua sisi (*two tailed test*).

Pada periode formasi rata-rata *abnormal return* saham *winner* adalah 0,15521 % atau 0,15521 % lebih tinggi daripada *return* pasar. Pada perhitungan ini hasil pengujian menunjukkan signifikansi pada $\alpha = 0,05$.

Pada periode pengujian walaupun rata-rata *abnormal return* saham *winner* nilainya masih tetap lebih tinggi daripada *return* pasar (positif), tetapi terdapat kecenderungan turun dibandingkan hasil pada periode formasi. Rata-rata *abnormal return* saham *winner* turun menjadi 0,02654 % atau 0,02867 % lebih rendah dibandingkan pada pencatatan periode formasi, dan hasil pengujian tidak signifikan secara statistik.

4.3.3. Hasil Perhitungan *Abnormal Return* Saham Loser-Winner

Guna mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saham *loser-winner* di periode pengujian, maka dilakukan uji beda t-test dengan hipotesa sebagai berikut :

H_0 = Rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* tidak berbeda dengan nol

H_1 = Rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* berbeda dengan nol

Selanjutnya, melalui hasil pengujian sebagaimana nampak pada Tabel 4.11 di atas dapat diketahui hasil uji signifikansi rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner*, dimana pada periode formasi, rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* adalah - 0,0874 %, dengan hasil pengujian yang tidak signifikan secara statistik.

Pada akhir periode pengujian, rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* semakin menipis, yaitu - 0,01192 %. Namun, hasil pengujian tetap tidak signifikan secara statistik. Hal ini juga menunjukkan bahwa walaupun saham-saham *loser* pada periode uji menunjukkan kinerja yang lebih baik bila dibandingkan pada periode formasi dan saham-saham *winner* pada periode uji menurun kinerjanya, namun saham-saham *loser* masih tidak bisa mengungguli saham-saham *winner* pada periode pengujian.

Dari hasil-hasil perhitungan tersebut menunjukkan bahwa hanya terjadi signifikansi pengujian pada saham *loser* pada periode pengujian, dan tidak terjadi signifikansi pada pengujian saham *loser* pada periode formasi. Sebaliknya, pada saham *winner*, terjadi signifikansi pengujian pada periode formasi, dan tidak terjadi signifikansi pada periode pengujian.

Hasil perhitungan di atas juga dapat disimpulkan bahwa sama sekali TIDAK ditemukan adanya "gejala pembalikan", yang diindikasikan adanya reaksi yang berlebihan. Tidak ditemukannya gejala pembalikan kedua jenis saham tersebut pada periode pengujian dapat diartikan bahwa anomali *winner-loser* tidak terjadi pada Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian.

Dengan menggunakan data dari bulan Desember 1995 sampai dengan Desember 2000, dan periode formasi/ pengujian 3 bulan, hasil pengujian di Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa tidak terdapat anomali *winner-loser*. Pada periode pengujian tidak terlihat adanya *reversal effect* yang simetri, dimana saham *loser* memberikan *abnormal return* positif yang signifikan pada periode pengujian, namun saham *winner* tidak memberikan *abnormal return* negatif yang signifikan

pada periode pengujian. Saham-saham *loser* tetap tidak mampu mengungguli kinerja saham-saham *winner* pada periode pengujian. Dengan demikian, dapat disimpulkan pula bahwa strategi investasi *contrarian* tidak dapat diterapkan di Bursa Efek Jakarta.

Hal ini serupa dengan hasil studi empiris yang telah dilakukan oleh Kryzanowski dan Zhang (1992) dalam menguji anomali *winner-loser* di pasar modal Kanada. Pada penelitian tersebut ditemukan rata-rata *abnormal return* saham *loser* secara signifikan berubah menjadi positif, sedangkan *abnormal return* rata-rata saham *winner* menjadi negatif tetapi tidak signifikan Kryzanowski dan Zhang, kemudian menyimpulkan bahwa di pasar modal Kanada tidak terdapat anomali *winner-loser*. Demikian juga hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan di Bursa Efek Jakarta yaitu penelitian yang dilakukan oleh Warninda dan Asri (1998), dimana tidak ditemukan gejala pembalikan atau anomali *winner-loser* di Bursa Efek Jakarta.

Tidak diketemukannya anomali *winner-loser* di Bursa Efek Jakarta ini dapat dikarenakan Bursa Efek Jakarta telah semakin efisien terutama dalam bentuk lemah, dimana investor tidak dapat memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan pada informasi historis. Hal ini mendukung hipotesa pasar yang efisien dan konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan di Bursa Efek Jakarta oleh Gita Danuprata (1997) dan Herman Legowo (1998) dimana BEJ telah efisien dalam bentuk lemah. Kondisi semakin efisiennya Bursa Efek Jakarta tersebut mungkin disebabkan karena makin banyaknya para pemodal dan pialang yang aktif di Bursa Efek Jakarta, demikian pula dengan jumlah lembar saham yang

diperdagangkan, sebagaimana dijelaskan oleh Foster (1986) bahwa efisiensi akan tercapai apabila terdapat jumlah analisis sekuritas yang banyak, dan terjadi persaingan antar analisis tertentu.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Pada Bab 5 ini memaparkan secara singkat hasil penelitian, serta berbagai implikasi hasil penelitian ini yang dapat digunakan untuk mengembangkan teori, serta kebijakan manajemen.

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa sama sekali TIDAK diketemukan adanya "gejala pembalikan" atau *reversal effect*, yang diindikasikan adanya reaksi yang berlebihan. Tidak ditemukannya gejala simetrinya pembalikan kedua kelompok saham pada periode pengujian dapat diartikan bahwa anomali *winner-loser* tidak terjadi pada Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian (Desember 1995 – Desember 2000), Secara rinci yaitu.

1. Rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian mengalami kenaikan dibandingkan pada periode formasi dan nilainya positif signifikan pada level $\alpha = 10\%$
2. Antara rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser* pada periode pengujian TIDAK ada perbedaan yang signifikan, dimana $-t_{\text{tabel}} \leq t_{\text{hitung}} \leq t_{\text{tabel}}$ $(-2,101 \leq -0,448 \leq 2,101)$.

3. Rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian mengalami penurunan dibandingkan pada periode formasi dan nilainya masih positif tetapi tidak signifikan secara statistik.
4. Antara rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *winner* pada periode pengujian TIDAK ada perbedaan yang signifikan, dimana $t \text{ tabel} \leq t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$ ($-2,101 \leq 0,273 \leq 2,101$).
5. Rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi nilainya negatif dan pada periode pengujian memang terjadi peningkatan tetapi nilainya masih negatif dan tidak signifikan secara statistik.
6. Antara rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode formasi (*formation period*) dengan rata-rata *abnormal return* saham *loser-winner* pada periode pengujian TIDAK ada perbedaan yang signifikan, dimana $t \text{ tabel} \leq t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$ ($-2,101 \leq -0,585 \leq 2,101$).

5.2. Implikasi dan Kebijakan

Mengingat hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat anomali *winner* dan *loser*, maka *investasi contrarian* tidak dapat diterapkan di pasar modal Jakarta. Investor tidak dapat membeli saham yang termasuk kategori *loser* pada periode pembentukan tertentu dan kemudian menjualnya pada periode berikutnya (periode uji) dimana pada saat saham-saham *loser* tersebut berbalik menjadi *winner* untuk memperoleh keuntungan abnormal (*abnormal return*).

5.3. Keterbatasan Penelitian

Setiap penelitian ini tentunya ada keterbatasannya, untuk dapat menyusun suatu model / kerangka pikir yang paling rasional untuk dapat segera memecahkan masalah. Penelitian ini terbatas:

1. Periode pengamatan selama 6 tahun (Desember 1995-Desember 2000) kemungkinan kurang dapat mewakili perilaku *return* saham di Indonesia.
2. Waktu penelitian yang cukup terbatas, tidak memungkinkan penelitian dilakukan secara lebih luas/mendalam.
3. Penelitian ini tidak memperhatikan besar atau kecil ukuran perusahaan sampel sehingga kapitalisasi nilai transaksinya tidak diperhitungkan. Selain itu tingkat resiko untuk perusahaan kecil secara umum lebih besar daripada perusahaan besar, sehingga bisa jadi reaksi pada perusahaan kecil sangat ekstrem karena menerima informasi baru. Akan lebih baik jika penelitian dilakukan dengan memperhatikan ukuran perusahaan.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Peneliti memberikan saran bagi penelitian yang mendatang, yaitu:

1. Periode penelitian diperluas, yaitu dengan rentang waktu minimal selama satu dekade (10 tahun).
2. Pengembangan penelitian dengan mempertimbangkan ukuran perusahaan.
3. Periode formasi dan pengujian yang digunakan pada penelitian ini adalah tiga bulan. Beberapa penelitian anomali *winner loser* menggunakan periode bulanan dan mingguan bahkan harian. Guna mendapatkan pola pembalikan

return saham *winner* dan *loser* yang lebih jelas bisa saja penelitian mendatang menggunakan periode formasi dan pengujian yang lebih pendek misal satu bulan, mingguan, atau harian.

DAFTAR PUSTAKA

- Adler H, Manurung (1997), "Weak-form Efficiency Of The Jakarta Stock Exchange", **Jurnal Manajemen Prasetia Mulya**, Vol.4 No.8, pp. 24-29.
- Agus, Sartono (2000), "Overreaction Of The Indonesian Capital Market", **Gadjah Mada International Journal of Business**, Vol.2, No.2, pp. 163-183.
- Agus, Sartono & Yarmanto (1996), "Analisis Koefisien Penyesuaian Harga dan Efektifitas Penyerapan Informasi Baru di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Kelola**, No.12/5/1996, pp. 56-69.
- Akhigbe, Aigbe, et all (1998), "Winners and Losers On NYSE: Re-examination Using Daily Closing Bid-Ask Spreads", **The Journal of Financial Research** Vol. XXI No.1, pp. 53-64.
- Albert, Robert L & Henderson, Glenn V. (1995), "Firm Size, Overreaction, and Return Reversals", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 34, No.4, pp. 60-80.
- Brailsford, Tim (1992), "A Test For The Winner-Loser Anomaly In The Australian Equity Market", **Journal of Business Finance and Accounting** 19 (2), pp. 225-238.
- Chang, Rosita P, et all (1995), "Short-term Abnormal Returns Of The Contrarian Strategy In The Japanese Stockmarket", **Journal of Business Finance and Accounting**, 22(7), pp. 1035-1048.
- Chen, Carl R. & David A. Sauer (1997), "Is Stock Market Overreaction Persistent Overtime?" **Journal of Business Finance & Accounting** 24, (1), pp. 51-66.
- Clare, Andrew & Stephen Thomas (1995), "The Overreaction Hypothesis And The UK Stockmarket", **Journal of Business Finance and Accounting**, 22(7), pp. 961-988.
- Da Costa, Newton C.A. (1994), "Overreaction In The Brazilian Stock Market", **Journal of Banking and Finance**, No.18, pp. 633-642.
- De Bondt, Werner F.M. & Thaller, Richard H. (1987), "Futher Evidence On Investor Overreaction And Stock Market Seasonality", **The Journal of Finance**, Vol. XLII, No.3, pp. 557-581.

- Elton, Edwin J. & Martin J Gruber (1995), **Modern Portofolio Theory & Investment Analysis**, Edisi Kelima, John Wiley & Sons Inc, New York.
- Gita, Danuprata (1997), "Pengujian Efisiensi Pasar Modal Di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1995", **Jurnal Media Inovasi**, No.3 Th.VII, pp. 93-108.
- Haugen, Robert A. (1993), **Modern Investment Theory**, Edisi Ketiga, Prentice Hall, New Jersey.
- Huang, Yen-Sheng (1998), "Stock Price Reaction To Daily Limit Moves: Evidence From The Taiwan Stock Exchange", **Journal of Business Finance and Accounting**, 25(3), pp. 469-483.
- Jogiyanto (2000), **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi kedua, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P. (1996), **Investment**, Edisi Kelima, John Wiley & Sons Inc.
 ————— (1999), **Investment**, Edisi Ketujuh, John Wiley & Sons Inc.
- Kryzanowski, Lawrence & Hao Zhang (1992), "The Contrarian Investment Strategy Does Not Work In Canadian Markets", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.27, No.3, pp. 383-394.
- Mas'ud, Machfoedz & Herman Legowo (1998), "Efisiensi Pasar Modal: Perbandingan Pada Dua Periode Yang Berbeda Dalam Pasar Modal Indonesia", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.13, No.2, pp. 78-89.
- M. Fendi, Susianto (1997), "Markets Overreaction In The Indonesian Stock Market", **Jurnal Kelola**, No.16/VI/1997, pp.88-100.
- Mason, Robert D, et all (1996), **Tehnik Statistika untuk Bisnis dan Ekonomi**, Edisi kesembilan, Jilid 1, Richard D. Irwin Inc., Terjemahan oleh Ellen Gunawan Sitompul, dkk
- Nur, Indriantoro & Bambang Supomo (1999), **Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen**, Edisi pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Sharpe, William F, et all (1997), **Investasi**, Edisi Bahasa Indonesia Jilid 1 & 2, Prenhallindo, Jakarta
- Suad, Husnan (1991), "Pasar Modal Indonesia Makin Efisienkah ?" **Usahawan**, No.6 Th.XX, pp. 36-39.

Titin, Suwandi (1997), "Kinerja Bursa Efek Jakarta 1988-1996", **Jurnal Kelola**, No.14/VI/1997, pp. 18-30.

Titi Dewi, Warninda & Marwan Asri (1998), "Dapatkah Strategi Kontrarian Diterapkan di Pasar Modal Indonesia ?", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.13, No.2, pp. 70-77.

Zarowin, Paul (1989), "Short-run Market Overreaction: Size And Seasonality Effects", **Journal of Portofolio Management**, Vol.15, No.3, pp. 26-29.

——— (1990), "Size, Seasonality, And Stock Market Overreaction", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.25, No.1, pp. 113-125.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Enny Yulianawati

Tempat tanggal lahir : Jepara, 9 juli 1978

Alamat : Jln. Candi Bahagia H12-14 Semarang

Pendidikan : TK Masehi Jepara	lulus 1983
SD masehi Jepara	lulus 1989
SMP Negri 1 Jepara	lulus 1992
SMA Kristen LAB salatiga	lulus 1995
Univ. Kristen Satya Wacana Salatiga	lulus 1999